

Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Economía

“El mercado de títulos de  
deuda mexicano:  
Evolución, estructura y  
papel en la economía  
mexicana 2000-2012”

Tesina profesional  
para obtener el título de  
**Licenciado en Economía**

Presenta:  
**Andrea Natalia Landero Violante**

Director de Tesis:  
Lorena Rodríguez León

Ciudad Universitaria, México D.F., Junio  
2014



UNIVERSIDAD NACIONAL  
AUTÓNOMA DE  
MÉXICO





Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

## Contenido

I. Introducción .....	3
1. Marco Teórico .....	6
1.1 El Sistema Financiero Mexicano .....	6
1.1.1. Definición del Sistema Financiero Mexicano .....	6
1.2. Organismos Reguladores .....	7
1.3. Marco Jurídico .....	9
1.4. Los mercados financieros en México .....	16
1.4.1. Mercado de dinero.....	16
1.4.2. Mercado de bonos.....	17
1.4.3. El mercado de capitales .....	17
1.4.4. Mercado de Derivados .....	18
1.4.5. El mercado cambiario.....	18
1.5. Problemas del Sistema Financiero Mexicano .....	20
2. El Mercado de Títulos de Deuda en América Latina: Beneficios y Subdesarrollo del mercado .....	22
2.1. Beneficios del Mercado de Títulos de Deuda.....	22
2.2. Causas generales del subdesarrollo del mercado de títulos de deuda en los principales países América Latina .....	23
2.3. Consecuencias .....	26
3. El mercado de títulos de deuda en México .....	28
3.1. Instrumentos de deuda en México .....	28
3.1.1. Características de los Instrumentos de Deuda .....	31
4. Relación del mercado de títulos de deuda y la macroeconomía .....	37
4.1. El Mercado de Dinero y la relación LM .....	37
4.2. El incipiente mercado de títulos de deuda en México y sus repercusiones en la macroeconomía .....	42
4.2.1. TESOBONOS.....	50
4.2.2. Década de los noventa .....	52
4.2.3. Primer década del nuevo milenio .....	58

4.3. Problemas que puede traer el crecimiento de la deuda pública.....	63
5. Conclusiones generales.....	64
Bibliografía .....	68

## I. Introducción

El mercado de títulos de deuda es un elemento fundamental del sistema financiero de cualquier país en el mundo. En dicho mercado, interactúan diversos actores económicos: tanto importantes empresas transnacionales, como el gobierno federal e inclusive personas que no llevan a cabo operaciones directamente con intermediarios financieros.

Gobierno, empresas, hogares e individuos intervienen en este mercado y se ven afectadas por los cambios en los flujos económicos ya que la oferta y la demanda dentro del mercado define en gran parte la macroeconomía de un país: salarios, precios de compra y venta, nivel de ahorro, entre otros.

En todo el mundo, se observan un gran número de transacciones dentro del mercado de títulos de deuda, lo que implica, operaciones millonarias a nivel global. En julio de 2011 el mercado de deuda llegó a una cifra récord de \$95 billones de USD, 5% mayor que julio de 2010; mientras que el mercado de capitales representó alrededor de \$55 billones USD<sup>1</sup>. El mercado de títulos de deuda, actualmente tiene un volumen de casi 50% más que el del mercado de capitales. Sin embargo, México tuvo una cifra de \$112 mil millones de USD para diciembre del mismo año, dicha cifra es aún menor que la de Brasil, la cual es de \$137.5 miles de millones de USD<sup>2</sup>.

El mercado de títulos de deuda de nuestro país provee para el gobierno federal, estatal, local y para las empresas públicas y privadas una opción para financiar sus proyectos y/o sus actividades. También beneficia a los inversionistas que participan en el mercado (gracias a los dividendos con bajo riesgo que pueden ganar adquiriendo títulos de deuda) y no solamente a las instituciones de banca múltiple que, antes de la aparición del mercado de deuda, eran las que financiaban estas actividades<sup>3</sup>

Gracias a diversos factores a lo largo de la corta historia del mercado de deuda en México, dicho mercado ha ido creciendo gracias a la continua evolución de los títulos negociados y a

---

<sup>1</sup> TheCityUK, *Bond Markets*, TheCityUK, Londres, Julio 2011, p. 3

<sup>2</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org), banco de información estadística, información recuperada en diciembre de 2012

<sup>3</sup> Banxico, *Importancia del Banco de México en el Sistema Financiero Mexicano*, México, Agosto 2008, p.12

las distintas reformas macroeconómicas fiscales y monetarias en nuestro país, haciendo del mercado de deuda, un sector cada vez más importante para la economía mexicana. Tan sólo en junio de 2002 se emitieron valores de deuda con un valor de 150 millones de pesos a precios constantes del 2008 y para junio de ese mismo año, se comerciaron más de 350 millones de pesos<sup>4</sup>. Y esto tan sólo fueron los valores en circulación emitidos por empresas privadas.

El periodo 2000-2012 fue de gran importancia para la economía mundial, sobre todo para los mercados financieros, ya que la crisis que hemos sufrido desde el 2008 se originó en el sector financiero y ha afectado en gran medida la participación e importancia de los diferentes mercados que conforman a dicho sector a nivel mundial, es decir, los mercados financieros son de más influencia que nunca en la economía global.

El objetivo general de este trabajo es conocer a fondo el mercado de títulos de deuda en nuestro país y sus repercusiones dentro del Sistema Financiero Mexicano. Además de las implicaciones que tiene en la economía mexicana en el periodo 2000-2012.

En lo particular, nos enfocaremos a:

- Conocer la estructura, regulación y funcionamiento del mercado de títulos de deuda mexicano.
- Conocer la historia del mercado de títulos de deuda en México.
- Conocer los diferentes instrumentos que conforman el mercado de títulos de deuda junto con sus características principales.
- Conocer de manera general las repercusiones del mercado de títulos de deuda en la economía mexicana.

A lo largo de este trabajo presentaremos un análisis sobre la relación entre el mercado de títulos de deuda mexicano y la economía de México. Para ello, basaremos este trabajo en diversos estudios, investigaciones, estadísticas y cualquier otro recurso que nos ayude a

---

<sup>4</sup> *Ibidem*, p. 14

realizar dicho análisis de una forma organizada y estructurada. El trabajo se conformará de la siguiente manera:

Definiremos en el marco teórico el Sistema Financiero Mexicano con sus regulaciones, organismos reguladores, los mercados financieros que lo componen y los problemas actuales en nuestro país.

También hablaremos sobre el Mercado de Títulos de Deuda en América Latina mencionando los beneficios que éste puede tener sobre la economía, las causas del subdesarrollo de este mercado en los principales países de América Latina y las consecuencias de este subdesarrollo.

Posteriormente haremos un repaso del Mercado de Títulos de Deuda en México, nos adentraremos a los antecedentes que dieron pie a la creación de este mercado y a los instrumentos que actualmente se comercian en él y sus características.

Estos temas nos servirán para adentrarnos en la relación del Mercado de Títulos de Deuda con la macroeconomía mexicana, para lo cual estudiaremos el mercado de dinero y la relación LM y así nos adentraremos con más entendimiento en la historia de este mercado.

# 1. Marco Teórico

## 1.1 El Sistema Financiero Mexicano

### 1.1.1. Definición del Sistema Financiero Mexicano

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) el sistema financiero “[...] consiste de unidades institucionales y mercados que interactúan de forma compleja, con el propósito de comerciar capital para invertir y para promover las actividades comerciales a través de facilidades para obtener inversión. El papel del sistema financiero es intermediar entre aquellos que proveen los recursos y aquellos que los necesitan.”<sup>5</sup>

En México y en el mundo, las instituciones financieras que conforman el Sistema Financiero se encargan de la transformación y administración de riesgos. El principal riesgo que tienen que administrar las instituciones financieras que reciben fondos es el incumplimiento de cartera ya que la recepción de fondos es a corto plazo y los préstamos son a largo plazo. Es aquí donde intervienen los mercados financieros, los cuales proveen un espacio en el que se puede manejar y diversificar de manera más eficiente el riesgo, es aquí donde se define la célula más básica de éste análisis y de donde partiremos, explicando primero, al Sistema Financiero Mexicano (SFM) y posteriormente, adentrándonos en éste para conocer más a fondo a los actores que hacen posible el movimiento masivo del mercado de dinero día a día.

Podemos definir el SFM como “[...] el conjunto de entidades integradas por instituciones financieras que tienen por objeto: el otorgamiento de créditos a los diferentes sectores económicos y la captación de recursos en forma profesional. Bajo la supervisión y vigilancia de las autoridades y bajo un marco jurídico establecido.”<sup>6</sup>

Es importante comprender los elementos que conforman la definición anterior, tanto a las entidades financieras como a las autoridades que las regulan y el marco jurídico que las rige,

---

<sup>5</sup> Fondo Monetario Internacional, *Compilation guide on financial soundness indicators*, Washington D.C., 2004, p. 12

<sup>6</sup> Millán Sagredo, H.C.R. y Robles Merino, L.G. *Propuesta de una estrategia para invertir en fondos de inversión*, Cholula, Puebla, UDLA, 2007 p. 2.1

porque el conocimiento empieza por entender lo más básico, para después, concentrarnos en las repercusiones económicas verdaderas.

## 1.2. Organismos Reguladores

En nuestro país tenemos autoridades específicas que regulan al Sistema Financiero, a continuación, estudiaremos la forma en la que las instituciones que lo conforman, deben desempeñar sus labores para, posteriormente, conocer y comprender las deficiencias que impiden que se completen íntegramente sus objetivos y responsabilidades y de qué manera, estas fallas afectan al SFM.

Dentro de los organismos reguladores están:

**Banco de México (BANXICO)** Es el banco central de México y por ello tiene un papel clave en diversos temas vitales para el funcionamiento del SFM. Dentro de sus responsabilidades se encuentran: la emisión de moneda, la administración de reservas, proveer a las instituciones financieras de créditos en casos particulares, entre otras.

**Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)** Es la máxima autoridad financiera de nuestro país. Su función es ser el principal ejecutor de las actividades financieras en México y además planea, coordina y evalúa el SFM.

La SHCP tiene competencia en materia de seguros, fianzas, valores y organizaciones auxiliares de crédito y por supuesto, señala las leyes respectivas a estas instituciones financieras.

Sin embargo, la SHCP no hace todas estas tareas por si misma, sino que se apoya en varios organismos dependientes de la misma que también fungen como autoridades en el SFM.

**Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNVB)** Es una de las autoridades dependientes de la SHCP. Tiene como función “[...] supervisar y regular a aquellas personas físicas y

morales que llevan a cabo las actividades que señalan las leyes relativas a operaciones del SFM.”<sup>7</sup>

**Comisión para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF)** Es una institución pública que depende de la SHCP, sin embargo está descentralizada de esta. Tiene como función orientar, informar, promover la educación financiera y atender, resolver quejas y reclamaciones de los usuarios, además de llevar a cabo procesos conciliatorios.<sup>8</sup>

Esta institución tiene como funciones específicas atender las dudas y problemas de los usuarios de servicios financieros y cuando es necesario, tratar de llegar a conciliaciones con las instituciones financieras cuando los usuarios no han podido lograrlo por cuenta propia. Además, puede fungir como un organismo de arbitraje entre los usuarios y las instituciones financieras y si estas medidas no llegaran a funcionar. También puede proporcionar asesoría jurídica a los usuarios.

Por otro lado, impone multas a las instituciones financieras que no se prestan para llegar a una conciliación en buenos términos y también a las instituciones que violan los códigos de ética y normativa que impone la CONDUSEF para promover la buena relación entre los usuarios y las instituciones financieras.

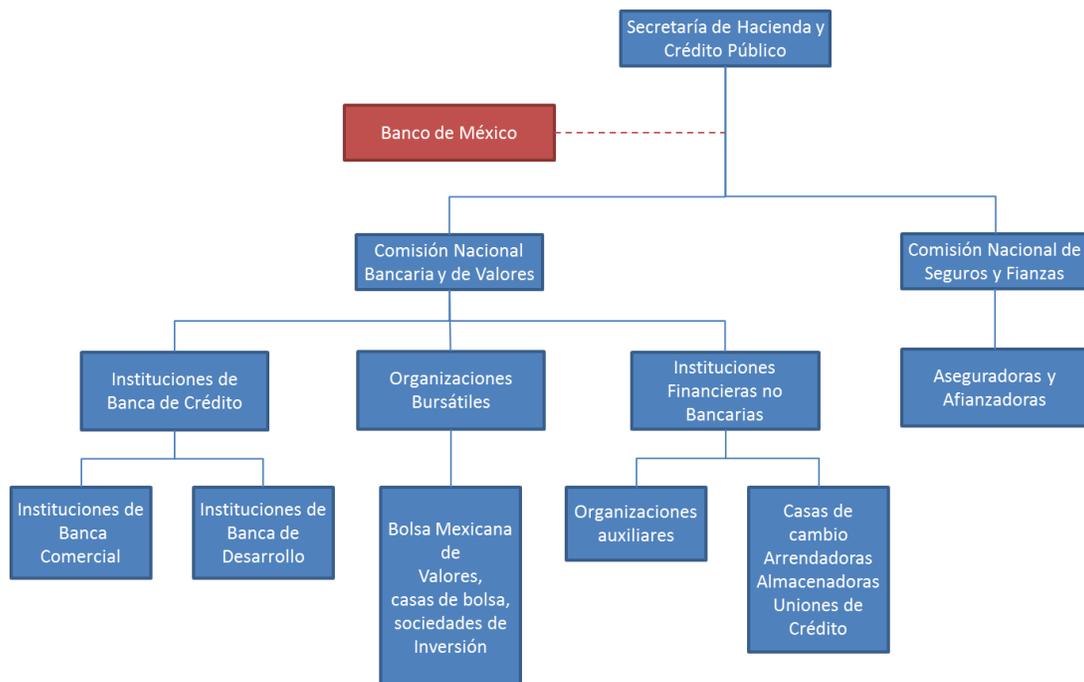
En la siguiente figura, se presenta un diagrama simplificado del SFM:

---

<sup>7</sup> García Santillán, A., *Sistema Financiero Mexicano y el Mercado de Derivados*, México D.F., p. 56

<sup>8</sup> [www.condusef.gob.mx](http://www.condusef.gob.mx), recuperado el 3 de marzo de 2012

**Figura 1. Diagrama del Sistema Financiero Mexicano**



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a los datos recopilados de García Santillán, A., ob. cit. Nota 7

Existe una estructura organizada para la regulación de todo el sistema financiero mexicano desde organismos que supervisan instituciones de banca múltiple hasta aquellos que supervisan a las instituciones de seguros y fianzas. Adicionalmente, existen organismos como CONDUSEF (Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros) que apoyan a los clientes de las instituciones financieras.

Adicionalmente, hay un extenso marco legal que coadyuva a los organismos reguladores para poder cumplir con sus objetivos.

### 1.3. Marco Jurídico

Hay numerosas leyes que sirven como lineamientos bases para la creación y operación de las distintas instituciones financieras que tenemos en nuestro país. Todas, promoviendo el sano funcionamiento del SFM. Lo que hace que surja la cuestión en relación a cómo se están implementando estas leyes y qué se está haciendo para que dichas leyes promuevan, no sólo

el sano funcionamiento del SFM, sino para que promuevan el desarrollo y crecimiento de los mercados financieros.

Las leyes más importantes que rigen al sistema financiero mexicano son:

- Ley del Mercado de valores
- Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- Ley de Protección al Ahorro Bancario
- Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros
- Ley de Sistemas de Pago
- Ley de Sociedades de Inversión
- Ley de Uniones de Crédito
- Ley del Banco de México
- Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro
- Ley Federal de Instituciones y Fianzas
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
- Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros
- Ley para Regular las Agrupaciones Financieras
- Ley para regular las Sociedades de Información Crediticia.

Estas son las leyes más importantes que regulan el SFM. Sin embargo, para el propósito de esta investigación sólo hablaremos sobre: La Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades de Inversión, Ley del Banco de México, Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los

Servicios Financieros y la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, ya que son las leyes que afectan directamente al mercado de títulos de deuda.

La Ley del Mercado de Valores, tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico; fomentar una sana competencia, y regular lo siguiente:

- ✓ Inscripción de valores en el Registro Nacional de Valores.
- ✓ Oferta e intermediación de valores.
- ✓ Las sociedades anónimas que coloquen acciones en el mercado de valores bursátil y extrabursátil.
- ✓ Obligaciones de las personas morales que emitan valores.
- ✓ Organización y funcionamiento de las casas de bolsa, bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores, contrapartes centrales de valores, proveedores de precios, instituciones calificadoras de valores y sociedades que administran sistemas para facilitar operaciones con valores.
- ✓ El desarrollo de sistema de negociación de valores que permitan la realización de operaciones con éstos.
- ✓ Sanciones para aquellos que incurran en una omisión de la ley.
- ✓ Las facultades de las autoridades en el mercado de valores.<sup>9</sup>

Esta ley, en resumen, nos habla de la regulación de todos los actores que intervienen en el mercado de valores en México y nos indica las limitaciones, los derechos y las obligaciones que estos tienen al ser parte del SFM. También habla sobre los lineamientos que se deben seguir para la emisión de títulos y los elementos que dichos títulos deberán contener.

Ley de Sociedades de Inversión: las sociedades de inversión sirven para la adquisición y venta de activos que son objeto de inversión con recursos provenientes de la colocación de acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de

---

<sup>9</sup> Cámara de Diputados, *Ley del Mercado de Valores*, México D.F., 2007

los servicios. Estos instrumentos son útiles para poder incluir las aportaciones de toda clase de inversionistas en el mercado financiero y para los inversionistas es útil ya que es una buena forma de diversificar el riesgo de su portafolio.

Esta ley tiene por objeto regular la organización y funcionamiento de las sociedades de inversión, la intermediación de sus acciones en el mercado de valores, así como los servicios que deberán contratar para el correcto desempeño de sus actividades.

Dentro de los objetivos particulares de esta ley se encuentran:

- ✓ El fortalecimiento y descentralización del mercado de valores.
- ✓ El acceso del pequeño y mediano inversionista a dicho mercado.
- ✓ La diversificación del capital.
- ✓ La contribución al financiamiento de la actividad productiva del país.
- ✓ La protección de los intereses del público inversionista.<sup>10</sup>

En esta ley, se delimitan las operaciones que pueden llevar a cabo las sociedades de inversión, la información que deben publicar para poder operar, la forma en que administran y distribuyen los activos, y sobre las sanciones que puedan adquirir en caso de incumplir con esta ley.

Ley del Banco de México: esta institución tiene como una de sus finalidades proveer a la economía del país de moneda nacional. En consecuencia, se tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también parte de sus funciones promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Las funciones de BANXICO son las siguientes:

- ✓ Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como el sistema de pagos.
- ✓ Operar como banco de reserva para las instituciones de crédito.

---

<sup>10</sup> Cámara de Diputados, *Ley de Sociedades de Inversión*, México, D.F., promulgada en el Diario Oficial de la Federación (DOF) en junio de 2001. Última reforma junio 2007

- ✓ Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo.
- ✓ Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y financiera.
- ✓ Participar en el FMI y en otros organismos de cooperación financiera internacional.<sup>11</sup>

Como ya hemos visto, el Banco de México funciona como intermediario para preservar la estabilidad financiera. Para lograrlo, ha tomado varias medidas como:

- Intervenciones en el mercado cambiario: Para lograr esta intervención se crea la Comisión de Cambios, la cual está regulada por la SHCP y por BANXICO. Las acciones de esta comisión han buscado proveer la liquidez necesaria para atender demandas excepcionales que han surgido a raíz del propio movimiento del tipo de cambio.
- Nueva facilidad de liquidez: El propósito de esta medida es que aquellas instituciones de crédito que no cuenten con las garantías elegibles en la facilidad operativa puedan obtener liquidez a través del uso de una lista más amplia de activos elegibles, además la tasa de interés es menor a la de la facilidad de liquidez que ya existía.

Otro punto importante de las facultades que tiene el Banco de México es la colocación de valores gubernamentales en el mercado primario<sup>12</sup>. Con algunos de los instrumentos, la colocación se lleva a cabo a través de una subasta pública. Tal es el caso de los Certificados de la Tesorería (CETES), los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) y los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS), los cuales se explicarán en apartados posteriores.

Los lineamientos para la colocación de valores gubernamentales están estipulados en la circular 2019-95 emitida por el Banco de México. Así mismo, esta circular también trata los lineamientos de las operaciones pasivas, activas, con valores, con divisas y metales preciosos,

---

<sup>11</sup> Cámara de Diputados, *Ley del Banco de México*, México D.F., promulgada en el DOF en diciembre de 1993. Última reforma abril 2012

<sup>12</sup> El mercado primario está formado por inversionistas que por primera vez tienen acceso a deuda que no había sido colocada antes y compran los títulos directamente de la entidad emisora. *Para ver más revisar el apartado de sistema financiero de [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)*

servicios financieros, posiciones de riesgos operativos y todas las reglas y disposiciones que apoyan a la regulación del SFM<sup>13</sup>.

Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros: El objetivo principal de esta ley es el de regular las Comisiones y Cuotas de intercambio así como otros aspectos relacionados con los servicios financieros y el otorgamiento de créditos de cualquier naturaleza que realicen las Entidades, con el fin de garantizar la transparencia, la eficiencia del sistema de pagos y proteger los intereses del público.<sup>14</sup>

Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: En esta ley, se señala como objetivo principal de esta comisión el supervisar y regular en el ámbito de su competencia a las entidades integrantes del sistema financiero mexicano a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo de dicho sistema en su conjunto, en protección de los intereses del público.<sup>15</sup>

En específico tiene funciones como:

- ✓ Actuar como institución conciliadora.
- ✓ Autorizar valuadores independientes de activos.
- ✓ Dictar medidas a las casas de bolsa y a la Bolsa Mexicana de Valores.
- ✓ Crear estadísticas informativas y publicaciones sobre el SFM.
- ✓ Inspeccionar a los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores.
- ✓ Ordenar suspensión de operaciones y cotizaciones que se realicen bajo condiciones desordenadas.
- ✓ Ser órgano de consulta del Gobierno Federal.<sup>16</sup>

Este organismo, a su vez, regula a la institución de Ahorro Nacional, Almacenes Generales de Depósito, Arrendadoras Financieras, Banca de Fomento, Banca Múltiple, Casas de Bolsa,

---

<sup>13</sup> Banxico, *Circular2019-95*, México D.F., 1995

<sup>14</sup> Cámara de Diputados, *Ley para la transparencia y ordenamiento de los servicios financieros*, México D.F., 2010

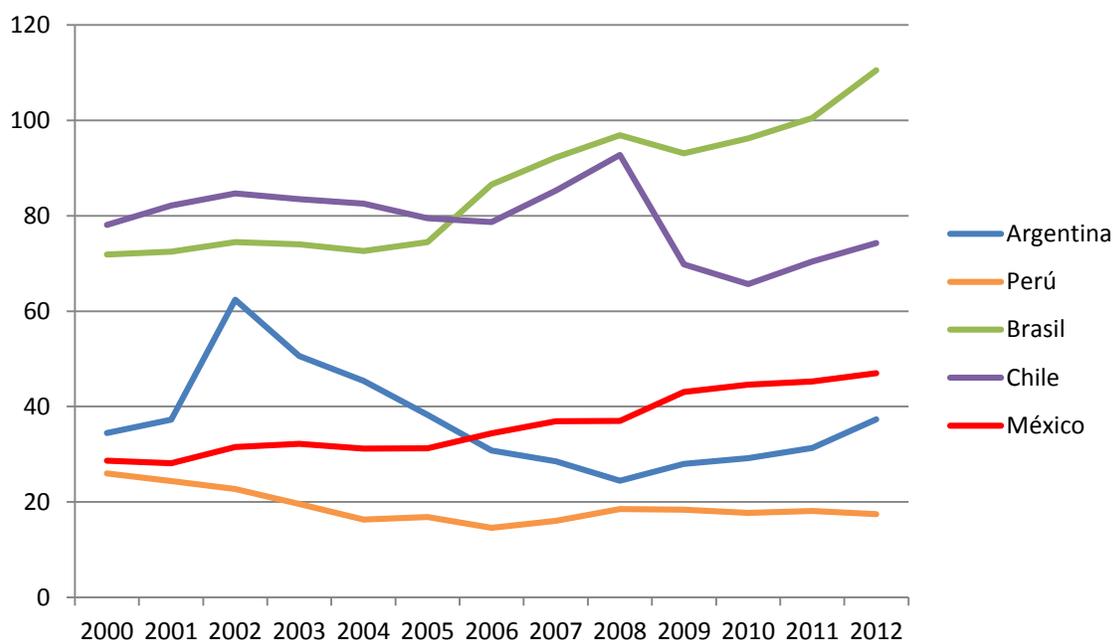
<sup>15</sup> Cámara de Diputados, *Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, México D.F., 2009

<sup>16</sup> [www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx) recuperado en mayo 2012

Empresas de Factoraje Financiero, Sociedades de Ahorro y Crédito Popular (SOCAP), Sociedad Financiera Popular (SOFIPO), Sociedades de Inversión, Sociedad Financiera de Objeto Limitado (SOFOL), Sociedad Financiera de Objeto Múltiple Entidades Reguladas (SOFOM E.R.) y las Uniones de Crédito.

Existen aún más leyes que regulan el sistema financiero en México. Las autoridades se han ocupado en procurar un entorno regulado para el desarrollo y el buen funcionamiento del sistema. Sin embargo, a pesar de estos esfuerzos el sistema financiero de nuestro país aún no es tan robusto como otras economías de América Latina. Tan sólo en el monto de crédito otorgado, México está muy por debajo de Brasil y Chile, como lo muestra la siguiente gráfica:

**Gráfica 1. Crédito otorgado por el sector bancario (% del PIB)**



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del Banco Mundial

En México existe una estructura importante para promover el buen funcionamiento del sistema financiero, desde organismos reguladores hasta la regulación vigente.

Como objetivo adicional, estos mecanismos y organismos desean promover la inclusión financiera en nuestro país ya que de acuerdo al Reporte de Inclusión Financiera de la CNBV sólo el 35% de los adultos tienen una cuenta regulada de depósito y de ahorro y sólo 63% de los municipios cuentan con al menos un punto de acceso a servicios financieros.

La tarea para incluir a todos los mexicanos y fortalecer el sistema financiero aún es grande y requiere de más esfuerzos por parte de los organismos reguladores y de los intermediarios financieros.

## **1.4. Los mercados financieros en México**

El Banco de México define a los mercados financieros como “aquellos en los que se intercambian activos con el propósito principal de movilizar dinero a través del tiempo.”<sup>17</sup>

En México, aún estamos lejos de negociar activos en los volúmenes en que se negocian en otros países, como son Gran Bretaña o los EEUU. Sin embargo, en menos de 40 años, se han logrado grandes avances en este rubro, pero profundizaremos en este asunto más adelante.

Hay varios tipos de mercados financieros, dependiendo de los instrumentos que se comercien en ellos. Dentro de estos mercados tenemos al mercado de dinero, mercado de bonos, mercado de capitales, mercado de derivados, mercado de *commodities* (en México no existe este mercado) y mercado de divisas.

A continuación definiremos los tipos de mercados financieros para delimitar nuestro objeto de estudio.

### **1.4.1. Mercado de dinero**

La función de este mercado es proveer de liquidez en un periodo de tiempo corto (menor a un año) al sector público y privado a través de la emisión de títulos de corto plazo como los CETES que definiremos más adelante. Sin embargo, también se acude a este mercado con el fin de hacer préstamos a través de la compra de títulos.

---

<sup>17</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) glosario de términos, recuperado en mayo 2012

Éste mercado, facilita la administración del exceso de efectivo, el cual se puede recuperar cuando sea necesario y también es una forma rápida de que las empresas o el gobierno obtengan dinero para proyectos propios.<sup>18</sup>

### 1.4.2. Mercado de bonos

En este mercado se comercian títulos de deuda a plazos más largos (más de un año) del gobierno o del sector privado.

Este mercado permite que el emisor tenga fondos a largo plazo y que el comprador pueda negociar con el instrumento que ha comprado. Dichos instrumentos, pagan un rendimiento cada cierto tiempo como interés del préstamo, tales como los UDIBONOS.

Un mercado de bonos activo, permite la diversificación del riesgo para los inversores, además de una inversión que les beneficie para sus años de retiro. Para los emisores, este mercado es beneficioso porque pueden convertir activos no líquidos en bonos comerciales y porque representa una alternativa a pedir préstamos a los bancos.<sup>19</sup>

### 1.4.3. El mercado de capitales

En este mercado se negocian acciones de todo tipo, por ello, primero debemos definir qué es una acción. Una acción es un “título que representa la parte alícuota del capital de una sociedad. Cada acción otorga unos derechos a su poseedor o titular, como participar en la junta de accionistas, participar de los beneficios y acreditar el valor de la empresa, en la medida de su participación.”<sup>20</sup> En términos más simples, el poseedor de una acción es también poseedor de una parte proporcional de la empresa de la que proviene el título o bien, es tenedor de un derecho exclusivo dentro de la empresa.

Un mercado de capitales activo puede representar una fuente de capital importante para el emisor y para su empresa. Además, permite que el comprador se beneficie de un posible

---

<sup>18</sup> Fondo Monetario Internacional, ob. cit., nota 5, p. 17

<sup>19</sup> *Ibidem* p. 18

<sup>20</sup> Santandreu, E., *Diccionario de términos financieros*, Barcelona, 2002

crecimiento en el futuro a través de los dividendos que adquiere o a través del incremento en el precio de las acciones<sup>21</sup>. Este mercado es a largo plazo y es muy volátil, por lo que está regulado por la Ley del Mercado de Valores y por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que supervisa la operación de los intermediarios financieros.

La Bolsa Mexicana de Valores es el lugar en donde se comercian las acciones y también es el lugar en el que los empresarios se registran para convertirse en emisores.

#### 1.4.4. Mercado de Derivados

No se manejan instrumentos como tal, en realidad, se intercambian riesgos financieros. El valor de un derivado viene del activo subyacente, es decir, el precio del activo que se toma como referencia para la transacción (como un barril de petróleo o el precio del dólar en un día determinado).

La ventaja de éste mercado es que se puede mitigar el riesgo al comprar derivados<sup>22</sup>, sin embargo, también es un mercado que se usa para adquirir riesgos, para especular, lo que representa también un peligro para la economía en general si se incurre en pérdidas muy grandes, como dejó claro la crisis de 2008.

#### 1.4.5. El mercado cambiario

El mercado cambiario es aquel en el que se negocian las distintas monedas extranjeras. Este mercado permite y facilita el comercio de distintas divisas para lograr una mayor fluidez en las transacciones internacionales.

En México, la mayoría de las transacciones se realizan en el mercado peso-dólar. Es un mercado descentralizado y opera las 24 horas del día dados los diferentes horarios en todo el mundo. Hay operaciones de menudeo y mayoreo, estas últimas se realizan sólo de forma económica.

---

<sup>21</sup> Fondo Monetario Internacional, ob. cit., nota 5, p. 20

<sup>22</sup> De Lara Haro, Alfonso, *Medición y control de riesgos financieros*, Editorial Limusa, México, D.F., 2005

Los intermediarios más importantes dentro del mercado cambiario son los bancos comerciales y las casas de cambio. Dichos intermediarios tienen precios preferenciales sobre el tipo de cambio para que así puedan obtener una ganancia, ya que usualmente, estos intermediarios no cobran comisión.

Hay algunos tipos de cambio que son publicados por el Banco de México como el que se usa para solventar obligaciones denominadas en dólares de Estados Unidos, conocidos como *fix*. Esta es una publicación diaria y se hace a partir del mediodía en la página electrónica del Banco de México y un día hábil después se publica en el Diario Oficial de la Federación.

Otro tipo de cambio que publica el banco central es el tipo de cambio interbancario 48 horas. Esta cifra proviene a partir de las operaciones al mayoreo llevadas a cabo entre intermediarios financieros. Que sea a 48 horas se refiere al plazo de liquidación, es decir, si se hace hoy la operación, el pago se hace 48 horas más tarde y es el plazo más común. También se le conoce como *spot*.<sup>23</sup>

Cada mercado financiero, como hemos visto en este apartado, tiene sus características particulares que hacen necesaria la segregación de los mismos. La característica más importante es el riesgo de cada título, los más seguros están en los mercados de dinero y de bonos ya que contienen títulos emitidos por los gobiernos que tienen un riesgo muy bajo de ir a la quiebra, por lo que muchos inversionistas de perfil conservador prefieren poner su dinero en estos tipos de títulos para así asegurar su portafolio.

Al día de hoy se emite mucha información respecto del mercado bursátil como por ejemplo la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) emite informes trimestrales sobre la emisión de títulos de deuda del gobierno y publica boletines sobre las operaciones con las emisiones de bonos. Adicionalmente, en la Ley de Ingresos se señala la autorización para el endeudamiento vía emisión de bonos.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) información recuperada en septiembre de 2012

<sup>24</sup> Carbajal Cortés Raúl., *La rendición de cuentas y la transparencia de la deuda pública en el mercado de capitales*, Octavo Certamen Nacional sobre Fiscalización Superior y Rendición de Cuentas, Noviembre 2008, México D.F., Auditoría Superior de la Federación, p 47

Sin embargo, aún con toda esta información, aún no se cuenta con una legislación que sistematice e indique los mecanismos que deberían ser contemplados para la contratación de deuda a través de bonos en el mercado de títulos de deuda.

### **1.5. Problemas del Sistema Financiero Mexicano**

Además de analizar el funcionamiento, las instituciones y la regulación del SFM, también tenemos que hacer un análisis breve de los problemas que lo aquejan ya que estos problemas también afectan al mercado de títulos de deuda en nuestro país.

Uno de los problemas más evidentes del SFM es que el crédito bancario es caro y difícil de obtener, en especial el crédito empresarial que, además, también es escaso en nuestro país. Para diciembre de 2012 el número de acreditados por institución de banca múltiple en promedio es de 38,533 <sup>25</sup> clientes que representan el 95% <sup>26</sup> de aquellos que obtienen un crédito empresarial y las tasas de interés ordinario van del 12% al 72% anual, mientras que los moratorios van del 30% al 112% y estos últimos no siempre se señalan en términos anuales<sup>27</sup>. Si asumimos que estos clientes representan una empresa cada uno y consideramos que para el censo empresarial de INEGI de 2009 resultaron 5,144,056<sup>28</sup> empresas en nuestro país, lo que nos dice que en un año sólo se atendió al 0.7% del total en un año.

Adicionalmente, sólo hay 45 intermediarios bancarios en el país, lo que significa una alta concentración de captación y crédito en el SFM. La falta de competitividad dentro del sector bancario, también causa tasas de interés muy altas como vimos en el párrafo anterior, que no alientan a la inversión productiva si no al ahorro y que además, agravan el riesgo de incrementar la cartera vencida.

---

<sup>25</sup> Datos obtenidos del Portafolio de Información de la CNBV de la serie de datos "Cartera actividad empresarial: número de créditos y acreditados por tamaño de empresa". Información recuperada en noviembre de 2013

<sup>26</sup> CONDUSEF "Calificación de Crédito Empresarial", comunicado de prensa 5 de julio de 2012

<sup>27</sup> Ídem

<sup>28</sup> INEGI, *Censo Empresarial 2009*

Otro problema es la tendencia a ahorrar en lugar de realizar inversiones productivas, también ha fomentado las actividades de especulación que fueron las causantes de la crisis mundial de 2008<sup>29</sup>.

Aunque la inclusión financiera tiene una tendencia creciente gracias a los avances tecnológicos y la creación de nuevas instituciones financieras, sólo el 63% del total de los municipios cuenta con puntos de acceso a servicios financieros<sup>30</sup>.

La falta de cumplimiento a la normatividad aplicable en algunos casos también puede representar un problema importante ya que se puede entorpecer el funcionamiento de las instituciones financieras y así afectar a muchos de sus usuarios. Tal vez este problema parezca más bien circunstancial, sin embargo, es tan presente en el día a día que por eso existe, por ejemplo, la CONDUSEF.

Debido a estos problemas dentro del sistema financiero se generan otros dentro de la economía como vimos con anterioridad. Es de vital importancia que existan créditos productivos y empresariales que estimulen el crecimiento de las empresas y así el número de empleos. Adicionalmente, empresas más productivas harían que México fuera más competitivo a nivel mundial.

Son necesarias alternativas a los créditos de la banca comercial para hacer más competitivo al sistema financiero y que las personas y las empresas puedan tener acceso más fácil a productos y servicios que éste ofrece por menor precio.

---

<sup>29</sup> Méndez Morales, José S., *El sistema financiero mexicano: situación actual*, Revista contaduría y administración No. 193, abril-junio 1999, México D.F., UNAM, p. 97-99

<sup>30</sup> Consejo Nacional de Inclusión Financiera, *Reporte de inclusión financiera*, México, Julio 2012, p. 24

## 2. El Mercado de Títulos de Deuda en América Latina: Beneficios y Subdesarrollo del mercado

### 2.1. Beneficios del Mercado de Títulos de Deuda

En los años 80 se promovió el desarrollo de los mercados de títulos de deuda con el objetivo de financiar los déficits fiscales sin crear presiones inflacionarias en México.<sup>31</sup> Sin embargo, los mercados de títulos de deuda ofrecen más beneficios tanto a los inversionistas como a la economía en general.

El aporte principal de un mercado de títulos de deuda desarrollado, es que hace a los demás mercados financieros más completos y más eficientes, lo que permite una mayor diversificación del riesgo, lo que promueve la estabilidad del sistema financiero.

En caso de que los activos financieros de un país fueran limitados, las inversiones podrían ser más arriesgadas y a menor plazo; por lo que más inversionistas estarían financiando sus deudas a largo plazo con instrumentos a corto plazo y así, quedarían expuestos a desbalances importantes entre sus activos y pasivos.<sup>32</sup>

La crisis de 1994 en México causó mucho daño al sistema financiero, principalmente porque el riesgo de crédito corporativo se concentraba en la banca comercial<sup>33</sup>; de igual forma sucedió en otros países con una situación similar. Un mercado de títulos de deuda más amplio podría prevenir este tipo de situaciones al ofrecer a las empresas y otros inversionistas alternativas viables y a plazos que vayan en relación con sus deudas y además podría ayudar a disminuir los efectos en la economía del resquebrajamiento del crédito bancario. Además, la competencia que representaría un mercado de títulos de deuda más grande a la banca comercial podría traducirse en una disminución de las tarifas de intermediación.

---

<sup>31</sup> Turner, Philip, *Bond markets in emerging market economies*, 2002, p. 1

<sup>32</sup> Jeanneau, Serge y Tovar, Camilo E., *Latin America's local currency bond markets: an overview*, Bank for International Settlements, 2008, p. 2

<sup>33</sup> *Ibidem*, p. 3

Otro beneficio de un mercado de títulos de deuda desarrollado sería coadyuvar a la implementación de la política monetaria. Los mercados de títulos de deuda tienen una relación muy importante con la política monetaria ya que los bancos centrales tienden a recurrir a este para manipular las tasas de interés y la inflación.

## **2.2. Causas generales del subdesarrollo del mercado de títulos de deuda en los principales países América Latina**

El mercado de títulos de deuda, ha sido el resultado de un proceso largo de desarrollo económico y financiero y es por ello que, aún en mercados financieros más avanzados, su crecimiento ha sido lento pero constante y con tendencia creciente.

Los países de América Latina no son una excepción, de hecho, siguen en el proceso de desplegar mercados de deuda competitivos con los más avanzados en el mundo. Debido a que el desarrollo del mercado de títulos de deuda en América Latina es muy similar al que ocurre en nuestro país, estudiaremos primero, las causas del subdesarrollo del mercado de títulos de deuda en estos países y a partir de ello podremos entender mejor la situación en México como se ve en la tabla a continuación:

**Tabla 1. Emisión de títulos de deuda en los mercados domésticos de América Latina**

Cifras en miles de millones de dólares americanos

Países	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012
<b>Argentina</b>	11.6	17.8	15.5	16.1
<b>Brasil</b>	1,675.3	2,006.2	2,117.4	2,139.5
<b>Chile</b>	91.1	105.6	116.5	134.4
<b>Colombia</b>	61.4	72.2	80.6	90.6
<b>México</b>	365.1	427.9	444.6	539.3
<b>Perú</b>	19.3	25.8	24.5	31.6

Fuente: Bank of International Settlements Quarterly Review, Septiembre 2013

De acuerdo con Manuelito, Sandra y Jiménez, Luis F.<sup>34</sup>, uno de los factores que han determinado el subdesarrollo financiero en general de América Latina es la poca certidumbre que hay respecto del crecimiento económico. Lo anterior aunado a la inflación y al déficit fiscal, incrementan la incertidumbre, acortan los plazos de disponibilidad de los fondos, reducen la rentabilidad esperada de las actividades económicas y todo lo anterior en conjunto, provoca que haya menor inversión y que la inversión que haya sea menos productiva, lo que es también un problema que aqueja al SFM.

Otro factor importante son las políticas regulatorias dentro de los mercados secundarios<sup>35</sup>, que han ocasionado en algunos países, un exceso de volatilidad en el mercado de dinero y esto a su vez ha incrementado el riesgo de liquidez para los intermediarios. Entre dichas políticas

<sup>34</sup> Manuelito, Sandra y Jiménez, Luis F., *Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo*, Santiago de Chile, CEPAL, noviembre 2010, p. 33

<sup>35</sup> El mercado secundario es en donde se comercian títulos que ya habían sido colocados con anterioridad en el mercado primario. Esto sucede cuando un título pasa de un inversionista a otro y el objetivo de este mercado es crear precios más competitivos. Para ver más al respecto revisar [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

están: el control sobre la tasa de interés, la regulación en materia de inversión, los impuestos sobre las transacciones, entre otras.<sup>36</sup>

Por otro lado, también está el problema de la Banca, la cual tiende a centralizar la deuda y además no satisface la demanda de crédito por parte de las pequeñas y medianas empresas, tal como sucede en nuestro país.

Dentro de los principales factores explicativos del subdesarrollo del mercado de títulos de deuda en América Latina están:

- Altos costos de emisión respecto de los mercados internacionales debidos a una falta de infraestructura para llevar a cabo el intercambio de títulos y a los pagos de intermediación más altos a causa de los impuestos.
- La normatividad vigente relativa a la conducción de procesos de quiebra es más compleja y contempla plazos mayores respecto de los mercados internacionales.
- En algunos de los principales países de América Latina, el sector público absorbe un porcentaje excesivo del ahorro financiero disponible.
- Existen pocos agentes de ahorro institucional como Afores, compañías de seguros y fondos mutualistas, por lo que la cantidad de recursos y la rotación de éstos es limitada. CEPAL señala que Brasil y Chile son excepciones.<sup>37</sup>
- No hay una infraestructura adecuada para el desarrollo de los títulos del sector privado debido a varios factores. Uno de ellos es que son muy escasas las agencias de calificación crediticia en la región, por lo que el análisis de riesgo de crédito se ve limitado.
- La creciente entrada de bancos extranjeros al entorno latinoamericano, no ha tenido el efecto esperado en cuanto al aumento de la bancarización de la región comparado con otros países con niveles de PIB per cápita similares.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Jeanneau, S. y Tovar, C.E., ob. cit., nota 27, p. 4

<sup>37</sup> Manuelito, S., y Jiménez, L.F., ob. cit., nota 29, p. 35,36

<sup>38</sup> Jeanneau, S. y Tovar, C.E., ob. cit., nota 27, p. 5

### 2.3. Consecuencias

A partir de los numerosos problemas que ocasionan el subdesarrollo del mercado de títulos de deuda en los principales países de América Latina, hay diversas consecuencias dentro de los Sistemas Financieros que conllevan al desaprovechamiento de las capacidades de los mismos.

Al tener acceso limitado al crédito, los inversionistas se verán obligados a recurrir a recursos propios para llevar a cabo proyectos de inversión con menor posibilidad de expansión de dicha inversión, lo cual representa mayores costos de producción, situación que, en cadena, puede provocar varios problemas:

- Los recursos financieros utilizados para la inversión, probablemente permanecerán en los sectores que los generaron sin hacer, necesariamente, un uso más rentable de dichos recursos.
- El punto anterior, puede provocar poco aumento de la innovación tecnológica y, al contrario, puede provocar pérdidas de crecimiento por el uso conservador de los recursos, es decir, la utilización de los recursos no está destinada a la innovación si no para conservar las condiciones del proyecto.
- Todos los puntos anteriores, pueden ser la causa de un menor crecimiento económico de la región.<sup>39</sup>

Por otro lado, la administración de los riesgos es insuficiente para poder ser denominada “integral”. A pesar de haber una extensa regulación del sistema financiero en toda la región (y como vimos en el marco teórico, también en México), dado que el tamaño de los mercados financieros es limitado, la diversificación del riesgo es difícil y no se incentiva el uso de otros productos e instrumentos que cubran los riesgos adecuadamente. Por lo tanto, los riesgos, al igual que los recursos, también están concentrados en pocos agentes económicos que no son

---

<sup>39</sup> Manuelito, S., y Jiménez, L.F., ob. cit., nota 29, p. 38

capaces de cubrir dichos riesgos y por lo tanto, se eleva la volatilidad del sistema financiero de la región.<sup>40</sup>

Dada la concentración de recursos, las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPyMES), tienen que enfrentar una situación menos privilegiada por el difícil acceso al crédito, en muchas ocasiones, quedando privadas del financiamiento; lo que muchas veces lleva a dichas empresas a desaparecer, acentuando la heterogeneidad del crecimiento productivo.<sup>41</sup>

De acuerdo al Censo Económico de 2009 elaborado por el INEGI, más del 90% de las empresas en el mundo son micro, pequeñas y medianas. Éstas generan más de la mitad del empleo y una fracción algo menor del producto nacional. En diversos países son representantes del sector más dinámico de la economía. En América Latina las cifras están alrededor de 95 y 99% incluyendo a la micro empresa que es el sector más importante; en Latinoamérica representan entre el 60 y 90% de todas las unidades económicas.

En otras palabras, no podemos dejar a un lado a las MIPyMES ya que son un pilar fundamental tanto en la economía mundial como en la economía mexicana. Estas empresas les dan trabajo a millones de persona y tal vez, podrían aportar más si tuvieran mejor y más fácil acceso a créditos productivos que les permitieran desarrollarse y crecer.

---

<sup>40</sup> Ídem

<sup>41</sup> Ídem

## 3. El mercado de títulos de deuda en México

Dentro del marco teórico definimos al mercado de dinero y al mercado de bonos. El presente apartado, se enfocará en ambos dado que la emisión de títulos de deuda en nuestro país ocurre a corto y largo plazo, como veremos cuando indagemos en los instrumentos que se emiten actualmente.

En este capítulo, vamos a adentrarnos en el mercado de títulos de deuda en México, mencionando un poco de la historia del mismo, los instrumentos que se comercian en él, sus clasificaciones y características.

### 3.1. Instrumentos de deuda en México

En esencia, un instrumento es un documento necesario para hacer válidos los derechos de una transacción financiera en particular, que representan el compromiso por parte del emisor de pagar los recursos que le fueron prestados, más un interés que se establece previamente y que se pacta a una fecha de vencimiento determinada.

Los instrumentos de deuda, por lo general se clasifican según<sup>42</sup>:

- Cotización: La cotización se refiere a la forma en la que se publican los precios de los instrumentos. Tenemos instrumentos que se cotizan “a descuento” y aquellos que se cotizan “a precio”.
- Los títulos a descuento se refieren a aquellos que no pagan intereses de manera mensual, es decir, no pagan cupón. El rendimiento en estos títulos se obtiene al comprar el instrumento a menor precio que aquel que se pagará al momento del vencimiento. Este precio también es conocido como valor nominal.
- Por su parte, los valores que cotizan a precio si pagan cupón y el precio del instrumento es el resultado de sumar, con valores del día de hoy, todos los pagos de intereses que

---

<sup>42</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) Información recuperada en septiembre de 2012

va a pagar el título en el futuro. La diferencia entre el precio y el valor nominal es el rendimiento.

- Colocación: De acuerdo a su colocación, hay dos formas de clasificar a los instrumentos.
- Una es a través de la colocación pública, es decir que la oferta del instrumento se realiza a través de un medio masivo de comunicación y la asignación de los títulos se puede dar a través de una subasta, esto es negociar la venta de los títulos antes de la colocación de los mismos y sólo se puede hacer si ya se tiene una lista de clientes que quiera comprar títulos.
- La segunda forma es a través de la colocación privada, es parecida a la forma sindicada ya que la oferta va dirigida a un grupo de inversionistas determinado. La diferencia radica en que no se hace del conocimiento de todos los participantes del mercado.
- Tipo de tasa: Este punto se refiere a los intereses previamente pactados que pagará el instrumento. Hay dos tipos de intereses que puede pagar un título: tasa de interés fija y tasa de interés variable o indizada.
- Cuando los valores pagan a tasa fija, dicho interés se mantiene sin cambio durante toda la vida del instrumento. Cuando el instrumento paga tasa variable, la tasa de interés cambia de manera periódica a lo largo de la vida del instrumento. Finalmente cuando la tasa de interés es indizada, la tasa es variable y cambia de acuerdo a la referencia a la que se haya indizado.
- Riesgo del emisor: El riesgo va de acuerdo a la capacidad de pago que pueda tener el emisor de algún instrumento de deuda. Por lo general, es trabajo de las agencias calificadoras valorar el riesgo de los emisores de acuerdo a su capacidad de pago.

El siguiente cuadro nos muestra una clasificación de los instrumentos del mercado de deuda en México por el tipo de emisor:

**Cuadro 1. Clasificación de instrumentos de deuda<sup>43</sup>**

<b>Emisor</b>	<b>Instrumento</b>
Gobierno Federal	Certificados de la Tesorería (cetes) Bonos de Desarrollo (Bondes) Bonos M Bonos denominados en UDIs (Udibonos)
Instituto para la Protección al Ahorro Bancario	Bonos IPAB (BPA, BPAT y BPA182)
Banco de México	Bonos de Regulación Monetaria (BREM)
Empresas paraestatales e instituciones públicas	Certificados bursátiles
Banca comercial	Aceptaciones bancarias Certificados de depósito Bonos bancarios Certificados bursátiles Obligaciones bancarias y pagarés
Empresas privadas	Papel comercial Obligaciones Privadas Certificados de Participación Ordinaria (CPO y CPI) Pagarés Certificados bursátiles
Gobiernos estatales y municipales	Certificados bursátiles

<sup>43</sup> Elaboración propia con datos tomados de [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

En México existen muchas opciones para emitir deuda tanto pública como privada y a pesar de eso para la mayoría de las empresas la única opción para fondearse es con dinero propio o con créditos de la banca múltiple que son caros y no son de fácil acceso debido a los requisitos que piden estas instituciones.

Más adelante analizaremos las implicaciones negativas de tener un mercado de títulos de deuda poco desarrollado.

### 3.1.1. Características de los Instrumentos de Deuda

- **Gobierno Federal**

Certificados de la Tesorería (CETES): Son el instrumento de deuda bursátil más antiguo. Tiene un valor nominal de 10 pesos y es un bono cupón cero, es decir, se comercializa a descuento, no devenga intereses en el transcurso de su vida y liquidan su valor nominal en la fecha de vencimiento.<sup>44</sup>

Bonos de Desarrollo (BONDES): A través de la SHCP se emiten estos bonos con el objetivo primordial de fortalecer la estructura de deuda del Gobierno Federal.

Tiene un valor nominal de 100 pesos y es un título que devenga intereses en pesos cada mes, es decir, es un bono que paga cupón.<sup>45</sup>

Bonos M: Son bonos emitidos a través de la SHCP y Banco de México funge como agente colocador. Tiene un valor nominal de 100 pesos. Es un bono que paga cupón y es a largo plazo, los plazos más usados son 3, 5, 7, 10 y 20 años en el mercado primario. (Banorte Casa de Bolsa)

Bonos Denominados en UDI (UDIBONOS): Son bonos de desarrollo denominados en unidades de inversión (UDI). Se crearon en 1996 y son instrumentos de inversión que protegen al tenedor ante cambios inesperados en la tasa de inflación. Su colocación es a largos plazos y

---

<sup>44</sup> Ídem

<sup>45</sup> Ídem

pagan cupón cada 6 meses en función de una tasa de interés real fija. El valor nominal de estos bonos es de 100 UDI. Se emiten a plazos de 3, 5 y 10 años en el mercado primario.<sup>46</sup>

- **Instituto para la Protección al Ahorro Bancario**

Bonos de Protección al Ahorro (BPA): Banco de México funge como agente financiero de estos bonos. Esto con el único objeto de canjear o refinanciar sus obligaciones financieras a fin de hacer frente a sus obligaciones de pago, otorgar liquidez a sus títulos y, en general, mejorar los términos y condiciones de sus obligaciones financieras. Tienen un valor nominal de 100 pesos. Se emiten a plazos de 3 y 5 años. Son títulos que pagan cupón con una tasa de interés igual a la de los CETES al plazo que paguen el cupón.<sup>47</sup>

Bonos de Protección al Ahorro con Pago Trimestral de Interés (BPAT): Tienen los mismos objetivos que los BPA. Además, también tienen valor nominal de 100 pesos. Se pueden emitir a cualquier plazo siempre y cuando este sea múltiplo de 91 días. Por lo general se emiten a plazo de 5 años. También son títulos que pagan cupón.<sup>48</sup>

Bonos de Protección al Ahorro con Pago Semestral de Interés y Protección contra la Inflación (BPA182): Cuenta con los mismos objetivos que los dos títulos anteriores. También tiene un valor nominal de 100 pesos. Se pueden emitir a cualquier plazo siempre y cuando este sea múltiplo de 182 días. Por lo general se emiten a 7 años. Son títulos que también pagan cupón, tomando como referencia la tasa de los CETES a 182 días<sup>49</sup>.

- **Banco de México**

Bonos de Regulación Monetaria (BREM): Estos bonos tienen el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero y facilitar con ello la conducción de la política monetaria en México. Tienen un valor nominal de 100 pesos. Se pueden emitir a cualquier plazo siempre y cuando

---

<sup>46</sup> Ídem

<sup>47</sup> Ídem

<sup>48</sup> Ídem

<sup>49</sup> Ídem

este sea múltiplo de 28 días. No obstante lo anterior, hasta la fecha estos títulos se han emitido a plazos de 1 y 3 años. Es un título que paga cupón mensualmente.<sup>50</sup>

- **Empresas paraestatales e instituciones públicas**

Certificados Bursátiles: Es un instrumento adecuado para satisfacer las necesidades de financiamiento de dichas empresas e instituciones. La principal característica de estos certificados es su flexibilidad operativa de estructuras a partir de un programa de colocación que puede ejercerse en una o varias emisiones. Por lo anterior, la empresa o institución tiene la posibilidad de definir el monto y el momento más adecuado para colocarlo, así como las características de cada emisión, que no necesariamente debe ser la misma, pudiendo establecer los montos y condiciones generales de pago y tasa, así como el plazo de vigencia de cada colocación.<sup>51</sup>

- **Banca Comercial**

Aceptaciones Bancarias: Las Aceptaciones Bancarias son letras de cambio emitidas por empresas a su propia orden, aceptadas por instituciones de Banca Múltiple con base en créditos que estas instituciones conceden a dichas empresas.

Existen dos tipos de AB's:

- Privadas: emitidas y negociadas directamente por los bancos con el público inversionista (no se operan a través de la Bolsa).
- Públicas: emitidas por sociedades anónimas, avaladas por bancos e inscritas en la sección de valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Certificados de Depósito: Los bancos ofrecen varios tipos de cuentas de ahorro de las cuales se puede elegir, pero un Certificado de Depósito por lo general tiene la mayor tasa de interés. Para definir un Certificado de Depósito de manera simple, se puede decir que es un instrumento monetario con una cantidad monetaria para un determinado número de meses. El

---

<sup>50</sup> Ídem

<sup>51</sup> [www.bmv.com.mx](http://www.bmv.com.mx) Información recuperada en septiembre de 2012

tipo de interés de un Certificado de Depósito está supeditado al término del CD, con la tasa de interés cada vez mayor cuanto más largo el plazo del CD.

A diferencia de la cuenta de ahorros, se compra un CD en una cantidad fija como \$ 500, \$1000, \$5000, y así sucesivamente, y si surge la necesidad de hacer un retiro, debe cobrar en efectivo la totalidad del CD, no se puede simplemente retirar la parte que necesita como se puede hacer con una cuenta de ahorros o una cuenta del mercado monetario.

Sólo ciertos tipos de depositantes se ajustan a la exigencia de un Certificado de Depósito, y este es el tipo de los que tienen la capacidad financiera o la financiación para comprar el CD y dejarlo en depósito hasta que madura. Si no se puede permitir que el CD madure antes del cobro, se estará mucho mejor con declaración de ahorro. Incluso una cuenta de mercado de dinero está destinada a los que rara vez tocan los fondos desde algunos retiros lo que significa menos posibilidades de la cuenta para ir por debajo del saldo mínimo requerido. Es importante que se responda a esa pregunta antes de abrir la cuenta a fin de determinar si un Certificado de Depósito es el tipo de cuenta que se necesita. Si bien un Certificado de Depósito es una gran opción de ahorro, se requiere tener los fondos para dejar el dinero intacto durante un período determinado de tiempo.

**Bonos Bancarios:** Los Bonos Bancarios son obligaciones a medio plazo (entre 3 y 5 años) con una rentabilidad preestablecida, por tanto son títulos de renta fija. Son productos financieros emitidos por la banca industrial y por la banca comercial (así como por Cajas de ahorro). Son conocidos como Bonos de Caja si los emite la banca industrial y como Bonos de Tesorería si los emite la banca comercial o las cajas de ahorro.

Las emisiones de valores están sujetas a la elaboración de un folleto informativo que recoge el régimen fiscal aplicable, de este modo, el inversor no tiene que calificar el activo ni determinar por sí mismo el régimen fiscal aplicable de los valores en los que invierta.

**Obligaciones Bancarias y Pagarés:** El pagaré es un documento que contiene la promesa incondicional de una persona -denominada suscriptora-, de que pagará a una segunda persona -llamada beneficiaria o tenedora- una suma determinada de dinero en un determinado plazo de

tiempo. Su nombre surge de la frase con que empieza la declaración de obligaciones: "debo y pagaré".

Una obligación bancaria se refiere a cualquier crédito otorgado por una institución bancaria a sus clientes.

#### • **Empresas Privadas**

**Papel comercial:** Son instrumentos de deuda empresarial a corto plazo frecuentemente utilizados como parte de una estrategia de despliegue para obtener financiación a largo plazo con un costo inferior. Habitualmente se denomina papel y en ocasiones utilizando su acrónimo inglés CP. El papel comercial se puede colocar a los inversores bien directamente por el emisor empresarial o a través de agentes de papel comercial. El papel comercial rara vez tiene un vencimiento superior a los 270 días.

**Obligaciones Privadas:** Las obligaciones son títulos de crédito que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo constituido a cargo de una sociedad anónima. Serán considerados bienes muebles, aun cuando estén garantizadas con derechos reales sobre inmuebles.

Los bonos son certificados que se emiten para obtener recursos, estos indican que la empresa pide prestada cierta cantidad de dinero y se compromete a pagarla en una fecha futura con una suma establecida de intereses previamente, y en un periodo determinado. Cuando un inversionista compra un bono, le está prestando su dinero ya sea a un gobierno, a un ente territorial, a una agencia del Estado, a una corporación o compañía, o simplemente al prestamista. Es un instrumento a través del cual el "emisor" se compromete a devolver en una fecha determinada el monto recibido en préstamo del "inversor" y a retribuir dicho préstamo con una cantidad periódica en concepto de "intereses".

**Certificados de Participación Ordinaria (CPO y CPI):** Representan el derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimiento de los valores, derechos, o bienes que la sociedad emisora tiene en fideicomiso irrevocable para ese propósito, el derecho a una parte alícuota del derecho

de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores, o el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de ellos.

Los CPO se refieren a aquellos sobre bienes muebles dados en fideicomisos.

Como hemos visto en este apartado, existe una cantidad importante de instrumentos para ser parte del mercado de títulos de deuda, desde aquellos emitidos por el Gobierno Federal hasta aquellos emitidos por las propias empresas como alternativa para financiar sus operaciones. Lo cual nos indica que si hay alternativas a los créditos de la banca comercial. Sin embargo, como veremos más adelante, no existe tanta facilidad para emitir un título de deuda o para que el público en general los adquiera, aunque ya existen programas como CETES directo que intentan incentivar la participación del público en el mercado de títulos de deuda.

## 4. Relación del mercado de títulos de deuda y la macroeconomía

### 4.1. El Mercado de Dinero y la relación LM

Ya hemos hecho una descripción del Sistema Financiero Mexicano, de sus componentes y de la regulación que lo rige, ya hemos descrito el Mercado de Títulos de Deuda, sus beneficios y las causas del subdesarrollo del mismo. Ahora, en este apartado, haremos una descripción de lo que dice la teoría económica y lo relacionaremos con el tema del presente trabajo.

El dinero cumple diversas funciones, primero es un medio de cambio, por lo que es participe de todas las transacciones, por lo cual, entre mayor sea el número de transacciones, mayor será la cantidad de dinero que se demande en términos reales. Además, el dinero también es una reserva de valor, pero dentro de esta función compite con otros activos como bonos gubernamentales que son más atractivos al público inversionista debido al interés que pagan. La ventaja del dinero frente a los bonos es la liquidez de éste para hacer transacciones inmediatas. Por lo tanto, cuando aumenta la tasa de interés también aumenta el costo de oportunidad de tener dinero en lugar de bonos, es decir, la gente prefiere tener bonos que les den un mayor beneficio en lugar de dinero líquido, por lo que la demanda de dinero cae.<sup>52</sup>

Tenemos que el tipo de interés de equilibrio del mercado monetario se produce cuando la oferta de dinero que fija el Banco Central es igual a la demanda de dinero de los agentes económicos. Ya que se tiene el interés de equilibrio se cumple la siguiente condición:

$$\frac{M}{P} = kY - hi$$

Donde:

$\frac{M}{P}$  Es la oferta monetaria real

---

<sup>52</sup> Blanchard, O., *Macroeconomía*, Madrid, España, Prentice Hall 4ª edición, 2006, p. 275

$Y$  es el nivel de renta

$i$  es el tipo de interés

$k$  es un parámetro de sensibilidad de la demanda de dinero ante cambios en la renta

$h$  es un parámetro de sensibilidad de la demanda de dinero ante cambios en los tipos de interés

La condición anterior se conoce como condición de equilibrio del mercado monetario<sup>53</sup>.

Cuando hay un exceso en la oferta monetaria, el interés disminuye, por lo que el Banco Central retira moneda de la circulación y se produce exceso en demanda de dinero, entonces la tasa de interés aumenta.

Otro motivo que puede afectar la condición de equilibrio es la variación del ingreso. Cuando éste aumenta, existe una mayor demanda de dinero por motivo transacción y precaución por lo que habrá un exceso en la demanda monetaria y el interés subirá. Por otro lado, si cae el ingreso, habrá un exceso en la oferta monetaria y habrá también una caída en el interés.

La relación anterior, la podemos representar con la relación LM, la cual nos permite identificar las combinaciones de interés e ingreso necesarias para lograr la condición de equilibrio<sup>54</sup>.

Por los párrafos anteriores podemos deducir que a mayor ingreso mayor sería la tasa de interés. La relación se puede justificar económicamente ya que cuando aumenta el ingreso de las personas, aumenta la demanda de dinero por motivos transacción y precaución, lo que provoca un exceso de demanda monetaria, lo que obliga al Banco Central a emitir más bonos en el mercado, esto que provoca la caída en los precios de los mismos y el aumento en la rentabilidad (interés) de éstos. Cuando aumenta la tasa de interés, los individuos reducen la cantidad demandada de dinero por motivo especulación o por preferencia por la liquidez. Se vuelve al punto de equilibrio cuando la demanda vuelve a ser igual a la oferta de dinero<sup>55</sup>.

Gráficamente, la relación LM se representa de la siguiente manera:

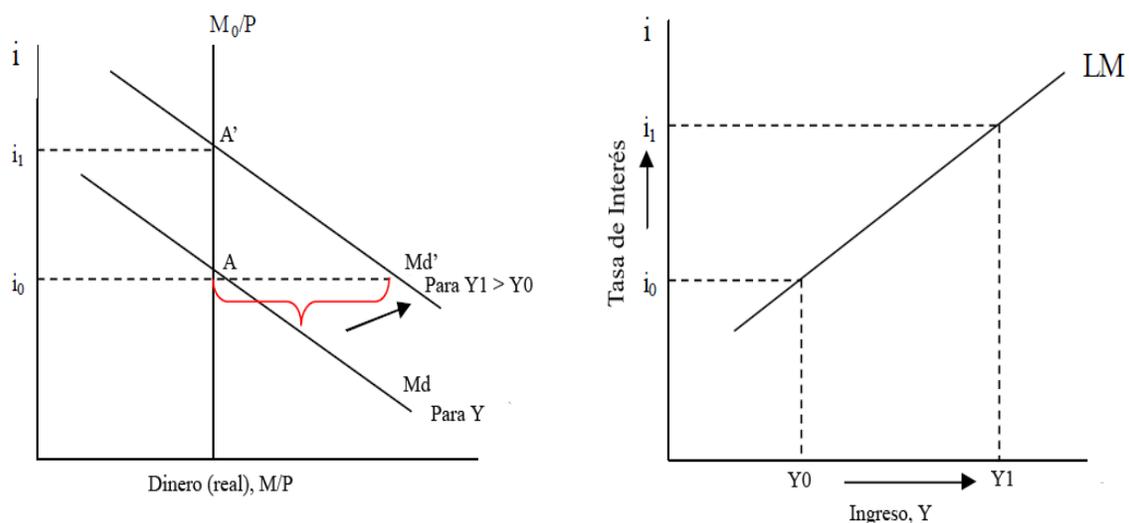
---

<sup>53</sup> Pindyck, R.S., Rubinfeld, D.L., *Macroeconomía*, California, Estados Unidos, Prentice Hall, 1998, p. 310

<sup>54</sup> *Ibidem*, p. 312

<sup>55</sup> Mankiw, G., *Macroeconomía*, 5ª edición, Antoni Bosch editor, 2005, p.394-396

## Gráfica 2. Relación LM



Fuente: Mankiw, G., *Macroeconomía*, 5ª edición, Antoni Bosch editor, 2005, p.394-396

La pendiente de la curva LM es positiva, lo cual indica que conforme aumenta el ingreso, también lo hará el interés, como ya se ha visto en párrafos anteriores.

Sin embargo, la pendiente puede tener más o menos inclinación. Cuando se tiene una pendiente LM que tiende a ser más horizontal quiere decir que el aumento en el ingreso provocará un aumento en menor proporción sobre el interés, lo cual puede pasar si se cumplen las siguientes condiciones:

- Cuanto menor sea el parámetro  $k$ , es decir, cuanto menor sea el incremento inicial de la demanda de dinero por motivos transacción o precaución. Se refiere a una menor sensibilidad en la demanda de dinero ante cambios en la renta.
- Cuanto mayor sea la sensibilidad de la demanda de dinero ante cambios en los tipos de interés, o sea, cuanto mayor sea el parámetro  $h$ . Cuanto más sensibles sean los individuos a las variaciones del interés, menos habrá de variar éste para que se ajuste nuevamente el mercado.

Al contrario, cuando la pendiente LM tiene una pendiente que tiende a ser más vertical, nos indica que un aumento pequeño en el ingreso puede provocar una variación muy pronunciada sobre el interés, lo cual se presentará si:

- El valor de  $k$  va en aumento, es decir, dado un aumento en el ingreso, la demanda de dinero será mayor entre más sensible sea ésta ante cambios en el ingreso.
- El valor de  $h$  va disminuyendo, esto es, cuando hay un exceso en la demanda monetaria, el interés tendrá que subir mucho si los individuos son poco sensibles a las variaciones en el interés<sup>56</sup>.

Existen en la economía presiones para que la tasa de interés varíe y por lo tanto, la cantidad de dinero demandada por los agentes económicos sea diferente. Sin embargo, el equilibrio del modelo sólo podrá existir cuando la cantidad de dinero demandada por los agentes sea igual a la que existe, es decir, que los agentes mantengan voluntariamente el dinero en lugar de intercambiarlo por bonos u otros activos.

Por lo anterior, de acuerdo a la tasa de interés, existirán cambios en el mercado de dinero:

- Si la demanda de dinero es igual a la oferta de dinero, el mercado estará equilibrado y por lo tanto no existirán variaciones en el mercado de bonos.
- Si la demanda de dinero es mayor a la oferta, aumentará la oferta de bonos, por lo que el precio de éstos se irá a la baja y la baja de precios en los bonos, promoverá un aumento en el rendimiento de los mismos para que los agentes prefieran tener bonos a tener dinero y se equilibre el mercado.
- Si, por el contrario, la demanda de dinero es menor a la oferta de éste, la demanda de bonos se irá hacia arriba, por lo que el precio de dichos bonos también irá a la alza. Este aumento, representará una caída en el rendimiento, lo cual, eventualmente, reducirá la demanda de bonos.<sup>57</sup>

---

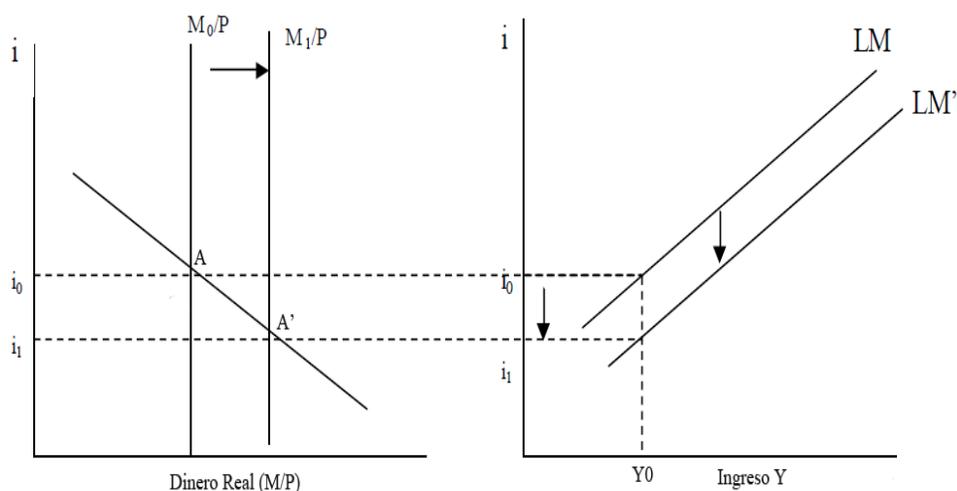
<sup>56</sup> Pindyck, R.S., Rubinfeld, D.L., ob. cit., nota 57, p.315

<sup>57</sup> Blanchard, O., ob. cit., nota, 56, p. 276

Sin embargo, hay otros factores que pueden influir en la oferta y demanda monetaria. Por ejemplo, un cambio en la política monetaria o en las reservas voluntarias de la banca comercial.

En concreto, si la oferta monetaria aumenta, la curva LM se moverá a la derecha, lo cual nos indica que habrá una disminución en las tasas de interés. Al contrario, si disminuye la oferta monetaria, la curva se moverá a la izquierda, indicando un aumento en las tasas de interés<sup>58</sup>.

### Gráfica 3. Movimiento de la curva LM



Fuente: Mankiw, G., *Macroeconomía*, 5ª edición, Antoni Bosch editor, 2005, p.400

El análisis de la teoría económica nos ofrece un panorama teórico hacia la relación de la macroeconomía de un país con el Mercado de Títulos de Deuda.

Como observamos en este capítulo, el Mercado de Títulos de Deuda es muy útil para las autoridades en el sentido que pueden regular la oferta y demanda de dinero a través de él, ofreciendo a los participantes del mercado instrumentos seguros y que ofrecen rendimientos constantes.

<sup>58</sup> Mankiw, G., ob. cit., nota 58, p. 400, 401

Finalmente, todos los agentes económicos, incluyendo aquellos que sólo utilizan dinero en efectivo, se ven directamente impactados por los cambios que ocurren dentro del Mercado de Títulos de Deuda.

A continuación iremos más allá de la teoría económica y estudiaremos, brevemente, la realidad de la relación del Mercado de Títulos de Deuda y la Macroeconomía mexicana.

## **4.2. El incipiente mercado de títulos de deuda en México y sus repercusiones en la macroeconomía**

En algunas ocasiones el gobierno federal, los gobiernos estatales o locales y las empresas paraestatales o privadas, pueden verse en la necesidad de conseguir fondos para financiar proyectos de inversión o simplemente, obtener recursos para mantener sus actividades cotidianas.

Existen varias formas para obtener recursos, la más recurrida es la obtención de un préstamo, el cual se puede solicitar a través de una institución financiera, típicamente un banco, con el costo de la tasa de interés que éste cobre por el tipo de crédito solicitado. El crédito en nuestro país puede ser muy caro a causa de la poca competencia bancaria y también es difícil de obtener, por lo que muchas veces, no le conviene a la institución pública o privada conseguir los recursos de esta manera y entonces recurre a la emisión de un instrumento de deuda como vemos en la siguiente tabla:

**Tabla 2. Tasas de interés real<sup>59</sup>**

Cifras en porcentaje

Año	Pesos por dólar
1993	7.523
1994	9.983
1995	15.635
1996	4.316
1997	3.783
1998	9.509
1999	7.517
2000	4.305
2001	6.533
2002	1.173
2003	-10.026
2004	-1.492
2005	4.928
2006	0.770
2007	1.828
2008	2.230
2009	2.757
2010	1.228
2011	-1.032
2012	1.065

Fuente: Banco Mundial Databank. Información recuperada en noviembre de 2013

Según el Banco de México “el mercado de deuda es la infraestructura donde se emiten y negocian los instrumentos de deuda”.<sup>60</sup> Esto se refiere al evento en que una empresa pública o privada que necesita financiamiento, emite títulos para que los inversionistas los compren y así se financie la deuda de la empresa emisora con el costo para ésta del rendimiento. Pero este concepto lo abordaremos con detalle más adelante.

Por ahora, vamos a hacer un análisis de los títulos de deuda domésticos, es decir aquellos que se emiten dentro del mercado mexicano. Sin embargo, el mercado de títulos de deuda comprende todos los títulos que se comercian en dicho mercado: tanto domésticos como internacionales.

<sup>59</sup> La tasa de interés real es la tasa de interés activa ajustada por inflación según el deflactor del PIB.

<sup>60</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) glosario. Información recuperada en septiembre 2012

Antes de que surgiera como tal un mercado de deuda en nuestro país, según Borenztein<sup>61</sup>, debería haber surgido un mercado de dinero, esto porque con un buen mercado de dinero puede haber un mercado de deuda más profundo y líquido que provea un punto de referencia para poder poner precio a otros instrumentos de renta fija que puedan ser diferentes entre ellos.

El mercado de dinero, se logró establecer en la década de los setenta gracias al incipiente proceso de liberalización que tenía por objetivo hacer que el sistema financiero (intensamente regulado en ese entonces), fuera más adaptable a mayores tasas de interés así como a mayores grados de inflación y mayores necesidades financieras del sector público.

“El mayor objetivo de la política monetaria durante el periodo de *desarrollo compartido* (1971-1976) cambió de mantener una estabilidad de los precios a financiar una expansión fiscal.”<sup>62</sup> Estas medidas trajeron consigo una devaluación del tipo de cambio en 1976 después de varios años de estabilidad cambiaria y crecimiento económico, al principio del año el tipo de cambio estaba en \$12.50 pesos por dólar, la devaluación alcanzó los \$26.50 pesos por dólar en noviembre de este mismo año y cerró en \$19.98 pesos por dólar.<sup>63</sup>

A partir de estas medidas de preparación, el mercado de títulos de deuda formalmente queda asentado en la Ley del Mercado de Valores promulgada en 1975, que le permite a las corporaciones emitir títulos de deuda y regula la emisión de los mismos. Antes de las reformas a dicha ley, se permitía la emisión de títulos de deuda sin ninguna garantía, es decir, eran obligaciones quirografarias.<sup>64</sup>

Para el año 1977 se emitieron los primeros títulos de deuda, los PETROBONOS, cuyo rendimiento estaba determinado por el precio del petróleo. Sin embargo, estos bonos no eran lo suficientemente flexibles como para llevar a cabo operaciones de compra, venta o reporto y por ello, en el año de 1978 el Gobierno Federal emite por primera vez los Certificados del

---

<sup>61</sup> Borenzstein, E. *Bond markets in Latin America: On the verge of a Big Bang?*, Massachusetts, Estados Unidos, The MIT Press, 2008, p. 52

<sup>62</sup> *Ibidem* p. 53

<sup>63</sup> Banco de México, *Serie histórica diaria del tipo de cambio peso-dólar*, Consulta realizada en noviembre de 2013

<sup>64</sup> Las obligaciones quirografarias son aquellas que no tienen ningún bien en garantía. Para adquirir una obligación quirografaria basta con firmar un pagaré por la cantidad obligada.

Tesoro (CETES), que si tenían la flexibilidad necesaria para aumentar el número de operaciones y alentar el desarrollo del mercado de títulos de deuda<sup>65</sup>.

En la década de los ochenta, la situación macroeconómica en México fue empeorando debido a la crisis económica, la fuga de capital y la abrupta caída de los precios del petróleo detuvieron el desarrollo del mercado de títulos de deuda y de la creación de instrumentos dentro del mismo.

La crisis de 1982 no dejó nada más que problemas a México. Se hicieron ajustes de política fiscal y monetaria para controlar la devaluación de la moneda, cayó el precio del petróleo, se colapsó la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) en 1987 y todo lo anterior llevó a otra devaluación del peso frente al dólar, el promedio del año el tipo de cambio era de \$1.40 pesos por dólar y para el próximo año el promedio fue de \$2.29 pesos por dólar de acuerdo a Banxico que toma una base de 2003, esto es un aumento de más del 60% en tan solo un año como se ve en la siguiente tabla:

---

<sup>65</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) recuperado en agosto de 2012

**Tabla 3. Serie histórica del tipo de cambio peso dólar 1980-2000**

Promedio anual calculado

Unidad: Pesos por dólar

Año	Pesos por dólar
1980	0.02293
1981	0.02449
1982	0.05801
1983	0.15031
1984	0.18494
1985	0.31028
1986	0.63534
1987	1.39798
1988	2.28707
1989	2.48163
1990	2.83847
1991	3.01574
1992	3.09536
1993	3.11515
1994	3.38899
1995	6.42684
1996	7.59921
1997	7.91727
1998	9.15371
1999	9.55321
2000	9.45682

Fuente: Banco de México: Tipos de cambio y resultados históricos de las subastas (serie histórica diaria del tipo de cambio peso dólar). Fecha de consulta 27/10/2013. Promedio anual calculado

Como resultado de todos estos eventos, la tasa de inflación anual alcanzó la cifra de 160% y la deuda total pública y privada llegó a representar 95% del PIB ese año. Para diciembre, se tomó la decisión de hacer un programa de estabilización llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE).<sup>66</sup> El principal objetivo de este programa era evitar que el país cayera en una situación de hiperinflación, por lo que los representantes de los sectores campesino, obrero y empresarial se comprometieron a:

<sup>66</sup> Castellanos, Sara G. y Martínez, Lorenza, *Development of the Mexican bond market*, Massachusetts, Estados Unidos, The MIT Press, 2008, p. 54

- Disminuir el gasto público.
- Ajustar salarios, precios y tarifas del sector público.
- Devaluar la moneda en un 22%.
- Realizar ajustes en la paridad cambiaria.<sup>67</sup>

Sin embargo, este Pacto fue un programa recesivo que impulsaba la inflación, cuando en realidad, los problemas fundamentales eran el estancamiento de la producción, el desempleo, la mala distribución del ingreso y el monto excesivo de la deuda, por lo que no ayudó mucho a que el país saliera de la situación a la que se estaba enfrentando.<sup>68</sup>

En 1987, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) se desploma y ocurre una breve pero intensa fuga de capitales. Este mismo año en noviembre, se devaluó el peso y esta devaluación abrió paso a una inflación de 6% mensual que no tenía miras de reducirse pronto.

Para 1988, la inflación anual ya había caído a 52% y con esta nueva estabilidad, las reformas al SFM no se hicieron esperar: Bajó el total de reservas mínimo de las instituciones financieras, se limitó la intervención de las autoridades en la determinación de tasas de interés, se eliminaron restricciones al capital extranjero, en 1990 se promulgó la Ley de Instituciones de Crédito y en 1993 se proclama la completa autonomía de BANXICO.<sup>69</sup>

Era necesario que el gobierno actuara pronto y por ello, a mitad de la década de los ochenta, se implementaron reformas estructurales que hicieron de la liberalización comercial, la liberalización financiera, la política monetaria y las exportaciones las variables determinantes del crecimiento económico.

Piedra angular de estas reformas fue la política de estabilidad de precios que el Banco de México ha practicado con base en diversas estrategias monetarias.

En 1988 se instrumentó la reforma financiera que contó con dos objetivos fundamentales:

---

<sup>67</sup> [www.migueldelamadridhurtado.com/pacto.html](http://www.migueldelamadridhurtado.com/pacto.html)

<sup>68</sup> Burgueño Lomelí, Fausto. *El pacto de solidaridad económica y la inflación en México*, México, Revista Momento Económico, 1988, p. 34-35

<sup>69</sup> Ídem

- Incrementar la generación del ahorro nacional para que a su vez, se incrementaran los recursos disponibles en una cantidad suficiente para poderlos canalizar a actividades productivas que promovieran el crecimiento económico tan necesario en ese momento.
- Modernizar y ampliar el sistema financiero para que éste promoviera la productividad y la competitividad de la economía nacional.<sup>70</sup>

Fueron extensas las reformas que caracterizaron al proceso de liberación financiera a principios de 1989 y entre las más importantes están: Apertura al capital extranjero, regulación prudencial, autonomía del Banco de México, privatización bancaria, crédito dirigido a actividades productivas, mayor regulación, subsidios y modificaciones al encaje legal y a las tasas de interés.<sup>71</sup>

Para el año de 1989 el Congreso aprobó varias reformas a las principales leyes del Sistema Financiero, con el objetivo de que éste evolucionara al paso de los mercados mundiales.

Los objetivos particulares de dichas reformas fueron:

- Mejorar la supervisión del sistema en su conjunto;
- Reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos;
- Fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de economías a escala;
- Promover una mayor cobertura de mercados y mejor competencia entre intermediarios.<sup>72</sup>

Parte de estas reformas buscaban establecer restricciones al financiamiento directo del gobierno federal por parte del Banco de México. Entre 1983 y 1988 la tasa marginal de reserva obligatoria llegó a más de 90%.<sup>73</sup>

---

<sup>70</sup> Tello, C., *Estado y desarrollo económico: México 1920-2006*, México D.F., UNAM, 2007, p. 657

<sup>71</sup> *Ibidem*, p. 659

<sup>72</sup> Mora Galicia Breton, F., *El papel de los TESOBONOS como causa importante en la incertidumbre cambiaria y la crisis 1994 y 1995*, México, D.F., Facultad de Economía UNAM, 2001, p. 114

<sup>73</sup> Mora Galicia Breton, F., *ob. cit.*, nota 66, p. 115

Para resolver este problema, se emitieron títulos de deuda a corto plazo, principalmente de Cetes. Se buscó cumplir con los objetivos fiscales y monetarios, sobre todo para coadyuvar a la regulación monetaria y controlar la inflación.

Su importancia fue en aumento a partir de la década de los ochenta, gracias a la emisión de nuevos bonos del gobierno federal y además porque las tendencias inflacionario-recesivas y la inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios se acrecentaron, y su corrección fue de los objetivos centrales dentro del Programa de Ajuste Económico que implementó el gobierno mexicano desde 1982.

La finalidad del Programa de Ajuste, principalmente, fue corregir los grandes desequilibrios económicos de ese momento y, adicionalmente, pretendía promover un estado de crecimiento estable y en lo sucesivo, el financiamiento del déficit se haría mediante la mayor colocación de instrumentos de deuda en el mercado financiero.

La propuesta del Programa en sí, era la reestructuración del gasto público a través de una revisión de la política fiscal que le permitiera al gobierno federal percibir más ingresos con el cobro creciente de impuestos. El programa además tenía contemplada la reducción del déficit a corto plazo, así como de la inflación; para lograrlo, necesitaban emitir deuda en forma de valores gubernamentales. La importancia de la nueva deuda emitida por el gobierno general se hizo notoria dada la diversificación de sus instrumentos y en el monto de colocación de los mismos<sup>74</sup>.

En 1988, cuando Carlos Salinas de Gortari asumió la presidencia, toda la política se reacomodó con la intención de crear estabilidad y rentabilidad monetaria en base a las reformas de las que hablamos anteriormente. Sin embargo, estos cambios dejaron mucho que desear y no tuvieron los resultados esperados.

Previo a la privatización de la banca comercial, se dieron diversas reformas y modificaciones a las leyes existentes como al artículo 28 constitucional para permitir la participación de agentes

---

<sup>74</sup> Galicia Breton-Mora, F., ob. cit., nota 66, p. 116

privados en la prestación del servicio de banca y crédito, adicionalmente, se expidió una nueva ley que aplicaba a los bancos y al ordenamiento de los grupos financieros.<sup>75</sup>

La privatización bancaria se llevó a cabo en cuatro etapas:

1. Se constituyó el Comité de Desincorporación Bancaria que estaba a cargo del proceso de desincorporación.
2. Se percibieron las solicitudes para participar en el proceso y se seleccionó a los participantes del Comité.
3. Se realizó la estimación del valor de las instituciones.
4. Se cubrió la celebración de las subastas a partir de las cuales se decidió la adjudicación de las instituciones a las mejores posturas.

Sin embargo, uno de los efectos de la privatización bancaria fue la concentración de los activos en unos pocos intermediarios. Las operaciones de captación disminuyeron considerablemente como porcentaje del PIB, para 1994 representaban el 32%, para el 2000 disminuyeron a 23% y para 2002 habían disminuido a menos de 20%<sup>76</sup>.

Además, el mercado financiero aún no estaba bien constituido y regulado por lo que la mayor parte de las operaciones en la BMV se hicieron con Cetes, es decir, se comerciaron sólo instrumentos a corto plazo y esto significó financiar deuda a largo plazo con instrumentos a corto plazo. Por otro lado, existen numerosas barreras de entrada para vender títulos en la bolsa mexicana de valores y por lo tanto la mayoría de las empresas no lo hace, por lo que el mercado es poco variado.

#### 4.2.1. TESOBONOS

Para 1989 ya se habían emitido Cetes, bonos de indemnización bancaria (1982), bonos de renovación urbana (1985), pagarés de la Tesorería de la Federación (1986), bonos de desarrollo del Gobierno Federal (1987) y los bonos ajustables del Gobierno Federal (1989).

---

<sup>75</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) consulta en octubre de 2013

<sup>76</sup> Tello, C., ob. cit., nota 65, p. 669

Adicionalmente, en 1989 se emitieron los bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS). Los cuales, fueron importantes por su objetivo principal: atraer capital extranjero y mantenerlo dentro de nuestro país.

La forma en que se iba a lograr el objetivo anterior, era ofreciendo tasas de rendimiento reales muy atractivas a los inversionistas, además de cobertura cambiaria. Adicionalmente al objetivo general de los TESOBONOS, también se tenían como objetivos particulares:

- Captar recursos financieros del público inversionista, especialmente en periodos de incertidumbre cambiaria.
- Utilizar los recursos como herramienta para la ejecución de la Política Monetaria.
- Conformar una opción de ahorro con cobertura contra el riesgo cambiario con rendimiento fijo y alta liquidez<sup>77</sup>.

Por definición, los TESOBONOS eran títulos denominados en dólares de Estados Unidos al portador. Dichos bonos se liquidaban en una sola exhibición el día del vencimiento y el pago se hacía en moneda nacional. El tipo de cambio se usaba para calcular el pago en moneda nacional de los rendimientos y el principal era el publicado en el Diario Oficial de la Federación el día del vencimiento. Su emisión estaba a cargo de la SHCP a través del Banco de México.

Conforme tomaba forma la estrategia para atraer capital extranjero, cabía menos la posibilidad de hacer una devaluación de la moneda que desvalorizara dicho capital, porque se generaría una crisis de confianza que provocaría la salida del capital. Por ello, el ejecutivo en ese tiempo, centró sus esfuerzos en procurar estabilidad monetaria y cambiaria, haciendo a un lado la reducción del déficit que era parte del Programa de Ajuste.

Ya para la década de los noventa se da la liberalización de las tasas de interés y además ocurre un suceso importante: la decisión que tomó el Gobierno Federal de financiar la totalidad de su déficit presupuestal con la emisión de títulos de deuda. Como era de esperarse, este evento produjo un incremento sustancial en las operaciones del mercado de títulos de deuda.

---

<sup>77</sup> Mora Galicia Breton, F., ob. cit., nota 66, p. 123

En la misma década, los Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES), cuyo rendimiento estaba ligado al tipo de cambio peso-dólar estadounidense fueron sustituidos por los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS, cuyos rendimientos estaban ligados al dólar estadounidense) y estos junto con los Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS, cuyo rendimiento iba ligado a la inflación), fueron remplazados por los Bonos de Desarrollo denominados en Unidades de Inversión (UDIBONOS) y por los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).

#### 4.2.2. Década de los noventa

Por otro lado, el mercado de deuda privada se comenzó a formalizar a partir del año 1988 cuando inició el proceso que ya mencionábamos, de reformar al SFM y que culminó con la reprivatización de la banca en 1991.

La privatización de la banca fue consumada en el sexenio de Salinas. Para lograrlo se hicieron reformas constitucionales, sobre todo del artículo 28 para permitir la participación de agentes privados en la prestación de servicios bancarios. Adicionalmente, se reformó el artículo 123 de la Carta Magna para adaptar las condiciones de la banca a un régimen privado.

El proceso de venta de las 18 instituciones que se privatizaron se llevó a cabo de junio de 1991 (la primera privatización fue la de Multibanco Mercantil, el resto de los bancos múltiples se privatizaron como sigue: Banpais, Banorte, Bancreser, Banamex, Bancomer, BCH, Serfin, Comermex, Banco Mexicano Somex, Banca Promex, Banoro, Banorte y Banco Internacional) a julio de 1992. La razón por la que este proceso se llevó a cabo tan rápidamente, fue la idea de no otorgar ventajas competitivas a los bancos que se privatizaran primero. Una vez acabado el proceso de venta, la SHCP permitió que se establecieran nuevos bancos múltiples en México y en breve abrieron 19 nuevos bancos privados, entre ellos los siguientes: Interestatal, Del Sureste, Industrial de Jalisco, Capital Interacciones, Inbursa, Quadrum, Pronorte y Regional del Norte.<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup> Turrent, Eduardo, *Historia sintética de la banca en México*, Banco de México, México D.F., 2010, p.p. 23-25

En este periodo, se empiezan a comerciar de manera formal los títulos de deuda privada como las aceptaciones bancarias y el papel comercial, es decir, se expandió el financiamiento de las empresas privadas mexicanas. Sin embargo, este financiamiento no vino de dentro del país, sino de inversionistas extranjeros con una renovada confianza en la economía mexicana, sustentada por la firma del Tratado de Libre Comercio (TLCAN) en 1994, la entrada de México ese mismo año a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y la privatización de algunas empresas paraestatales, entre ellas Teléfonos de México y Mexicana de Aviación.

Esta entrada de capital extranjero representaba un aumento a la inversión productiva. Sin embargo, ya que el gobierno mexicano tenía como objetivo reducir la inflación en un periodo de corto de tiempo para ponerse al nivel inflacionario de los países con los que se comerciaba, surgieron dos problemas:

Por un lado, los bienes extranjeros se volvieron baratos debido al tipo cambiario casi fijo del peso frente al dólar, lo que redujo la demanda de productos locales y la gran demanda por estos productos extranjeros redujo el ahorro interno.

Un segundo problema del tipo de cambio casi fijo fue la falta de flexibilidad para sortear la crisis de 1994. El gobierno no quiso hacer flotante el tipo de cambio ya que se pensó que una depreciación del peso afectaría la reputación de México entre los inversionistas y también afectaría las elecciones de ese año.<sup>79</sup>

La crisis que inició en México tuvo repercusiones en todo el mundo. Esta crisis causó la devaluación del peso, lo que afectó a los negocios e inversionistas mexicanos que tenían deudas en dólares, quienes sufrieron un golpe inmediato, lo que se tradujo en despidos masivos (el desempleo que en diciembre de 1994 alcanzaba una tasa de 3.6% de la Población Económicamente Activa (PEA) llegó en agosto del siguiente año a una tasa de 7.6%) y en una inflación de hasta 45% para 1995 y un incremento salarial de tan sólo 31%. Adicionalmente,

---

<sup>79</sup> Lustig, Nora, *Life is not Easy: Mexico's quest for stability and growth*, Washington, Estados Unidos, Journal of Economic Perspectives, 2001 Volumen 15, Número 1, p. 90

muchos inversionistas extranjeros salieron del mercado mexicano sin dar lugar a acciones que previnieran esta situación.<sup>80</sup>

Posteriormente, en 1997 se reformó el sistema de pensiones, lo que generó interés en instrumentos financieros a largo plazo, esto que contribuyó al desarrollo del mercado de títulos de deuda a largo plazo en México.

Dado el creciente déficit derivado de la política cambiaria sobrevaluada y de la economía abierta, existían simultáneamente depósitos a corto plazo. El mantener el riesgo cambiario no permitía depósitos a largo plazo ni flexibilidad en el crédito interno. En estos momentos, más que estabilidad monetaria y cambiaria, se necesitaba crecimiento en la producción.

Pero todos los elementos que permitían esta “estabilidad monetaria-cambiaria” tenían un límite. A pesar de la economía abierta y de haber firmado el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)<sup>81</sup>, no había dinámica industrial ni crecimiento económico significativo, por lo que la entrada de capitales se redujo al no cumplir con las expectativas de los inversionistas.

Para 1993 el PIB creció solamente 0.4% y la producción manufacturera decreció 1.4% con un déficit comercial manufacturero de 28 mil millones de dólares<sup>82</sup>.

La fuga de capitales tuvo repercusiones en el sector financiero, había una crisis de confianza. Por ello, los inversionistas demandaban mercados más seguros y rentables que el mercado de capitales.

Se incrementó la demanda de valores indizados en dólares, lo que promovió el crecimiento, en montos de colocación, de los TESOBONOS para cubrir el riesgo cambiario temporalmente, pero que no significaba una solución a la crisis que se avecinaba.

Para 1994 los TESOBONOS en circulación aumentaron considerablemente. De marzo a junio, la masa en circulación fue de 6,021 a 26,082 millones de pesos y para diciembre ya alcanzaba los 94,679 millones de pesos. Con lo que, la deuda interna se incrementó significativamente.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> [www.inegi.org.mx](http://www.inegi.org.mx) consulta realizada el 28 de octubre de 2013

<sup>81</sup> El Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) es un acuerdo regional entre el Gobierno del Canadá, el Gobierno de los Estados Unidos Mexicanos y el Gobierno de los Estados Unidos de América para crear una zona de libre comercio (Secretariado del TLCAN).

<sup>82</sup> Lustig, Nora, ob.cit., nota 74, p. 133

En febrero del mismo año, las entradas de capital fueron importantes gracias a la influencia de la entrada en vigor del TLCAN sobre la certidumbre de los inversionistas. Sin embargo, el alza de las tasas de interés de Estados Unidos, coincidieron con acontecimientos importantes en la política de nuestro país (como el TLCAN, el movimiento del Ejército Zapatista de Liberación Nacional, la huelga de productores de algodón, entre otros), lo que generó incertidumbre entre los inversionistas.

En base a la incertidumbre generada, las reservas internacionales cayeron aproximadamente 11 mil millones de USD entre marzo y abril de 1994<sup>84</sup>. Además, se presentaron problemas con el déficit de cuenta corriente, lo que, en conjunto con la menor entrada de capitales, el endeudamiento externo creciente a corto plazo y el poco crecimiento económico pusieron las condiciones perfectas para la crisis venidera.

Los inversionistas ejercieron presión para que el gobierno federal pagara más por la emisión de deuda, bajo la amenaza de retirar su capital si éste no cedía. Esta acción fue tomada para que los inversionistas se protegieran de la devaluación originaria. Las autoridades decidieron que los tenedores que no residían en México, trasladaran su capital a CETES y TESOBONOS, lo que generó una disminución en las reservas.

Ante este panorama de crisis económica, las autoridades decidieron hacer ajustes en la política monetaria, pero, no se modificó la paridad cambiaria. En concreto, lo que se intentó hacer fue reducir el impacto monetario de la salida de las Reservas Internacionales con la finalidad de expandir el crédito interno.

A pesar de los esfuerzos de las autoridades, los inversionistas seguían temiendo que el tipo de cambio no fuera sostenible y estuvieron de acuerdo en dejar su capital en México siempre y cuando lo invirtieran en bonos denominados en dólares y que el Gobierno asumiera el riesgo cambiario. Sólo era cuestión de tiempo antes de que estallara la crisis.<sup>85</sup>

---

<sup>83</sup> Íbidem, p. 135

<sup>84</sup> Mora Galicia Breton, F., ob. cit., nota 66, p. 140

<sup>85</sup> Castellanos, S., Martínez, L., ob. cit., nota 42, p. 55

A mediados de 1994, la masa de TESOBONOS emitidos superó las reservas internacionales. No olvidemos que estos títulos estaban denominados en dólares, lo que significaba que no se podía deflactar el valor de los mismos en caso de devaluación y tampoco se podía emitir dinero para servir la deuda. Cuando ocurrió este evento, el capital externo en la Bolsa Mexicana de Valores y el pago del déficit en cuenta corriente se vieron muy afectados; los tenedores de activos financieros a corto plazo decidieron hacer más líquida su cartera para tener más dólares, lo que reducía en mayor medida las reservas y comprometía la estabilidad monetaria y por lo tanto económica de nuestro país.

Eventualmente, se agotó la entrada de los capitales que sostenían la economía. La crisis era inminente frente al creciente déficit en cuenta corriente y a los pasivos en moneda extranjera a corto plazo.

Para detener esta serie de eventos que hacían peligrar la economía, se comenzaron a emitir más TESOBONOS que pusieran freno al financiamiento de la deuda con instrumentos a corto plazo. Sin embargo, después de varios meses, se incrementó la deuda federal en dólares y el sistema quedó aún más frágil<sup>86</sup>.

Para diciembre de 1994, se anunció una devaluación de casi 15% que dio lugar a una importante fuga de capitales, tanto de inversionistas mexicanos, como de extranjeros. Al día siguiente de la devaluación, se anunció la libre flotación, por lo que el peso cayó de manera constante. Esta, pésima decisión, se tomó de manera conjunta por el Gobernador del Banco de México, Miguel Mancera Aguayo y por el Secretario de Hacienda, Guillermo Ortiz Martínez; con la finalidad de evitar rumores que pudieran desestabilizar los mercados financieros. Sin embargo, la información se filtró entre los empresarios mexicanos y comenzó la compra masiva de divisas y la asignación irregular de TESOBONOS, lo que provocó la desconfianza de los inversionistas extranjeros, quienes habían sido tomados por sorpresa; lo que generó una mayor fuga de inversiones de la BMV<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Íbidem

<sup>87</sup> Mora Galicia Breton, F., ob. cit., nota 66, p. 147

Dados la conjunción del colapso de las reservas y la acumulación de la deuda en moneda extranjera que ya sumaba 211 mil millones de dólares (la cartera de TESOBONOS representaba 29 mil millones de dólares); se sembró el pánico entre los inversionistas, sobre todo extranjeros, quienes temían la suspensión de pagos y una superinflación.

Para diciembre de 1994 México estaba en medio de la crisis una vez más. Esta fue una situación que se convirtió en la crisis económica y financiera más grave que haya sufrido nuestro país hasta ese momento, dada la inhabilidad económica de solventar el endeudamiento externo.

Para salir de la crisis se realizaron varios esfuerzos, el primero fue la compra de pesos por parte de Estados Unidos para contrarrestar la devaluación, lo cual no fue suficiente y el presidente de Estados Unidos solicitó al congreso enviar un paquete de rescate, a lo que se oponían diversos frentes en este país (los mismos que se oponían al TLCAN) y por lo que el congreso se opuso al paquete de rescate. Sin embargo, el gobierno norte americano encontró una vía legal para enviar los fondos para el rescate sin la aprobación del congreso. Así, Estados Unidos envió \$20 mil millones de USD, el FMI envió \$17 mil millones USD, el BIS envió \$10 mil millones más y el Banco de Canadá envió mil millones USD más. Lo que resultó en la estabilización del peso en \$6 por dólar.

En la parte política, el gobierno mexicano introdujo controles estrictos a la política fiscal pero continuó con la política de libre comercio y libre tipo de cambio. Adicionalmente, el crecimiento acelerado de las exportaciones amortiguó la recesión. Sin embargo, las tasas de interés en crecimiento provocaron que muchas familias perdieran sus casas al no poder pagar las hipotecas mientras que el gobierno federal realizaba el rescate financiero a los bancos con el programa FOBAPROA.

Es interesante ver el papel tan importante que jugaron los TESOBONOS dentro de esta situación y cómo la pésima administración de los mismos fue clave en la acumulación de la deuda en moneda extranjera y una de las causas una de la crisis financieras más graves que ha sufrido nuestro país.

### 4.2.3. Primer década del nuevo milenio

Para el año 2000 aparecen los certificados bursátiles, cuya principal característica es la flexibilidad que tienen en cuanto al monto y al plazo de financiamiento.

Después de 2001, se buscó ampliar y fortificar el mercado de títulos de deuda. De acuerdo a Castellanos y Martínez<sup>88</sup>, existen seis temas de la economía que cambiaron para llevar a cabo el objetivo antes mencionado:

- Estabilidad macroeconómica y tasas de interés bajas: Con mayor control sobre las políticas fiscales y monetarias, el gobierno puede incrementar la duración de los títulos además del volumen de sus emisiones. La estabilidad macroeconómica, promoverá que los participantes del mercado inviertan en instrumentos de mayor duración.
- Disciplina fiscal: Este término se refiere a la emisión de mayores volúmenes de deuda pública para desplazar a la deuda privada y así, permitir que los emisores privados de deuda obtengan recursos a tasas más competitivas.
- La reforma del sistema de pensiones: Como dijimos en párrafos anteriores, la reforma al sistema de pensiones en 1997, contribuyó al desarrollo del mercado de títulos de deuda sobre todo a largo plazo. Para finales de 2005, los títulos de deuda privados administrados por las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) representaban el 20% de todos los bonos privados negociados y esto, a pesar de que, la mayoría de las inversiones de las AFORES son a instrumentos emitidos por el Gobierno Federal.
- Desarrollo del mercado cambiario: El desarrollo de instrumentos de cobertura relacionados con el riesgo cambiario como las opciones o los futuros que funcionan con el peso, incentiva a los inversionistas a entrar al mercado financiero mexicano.
- Desarrollo del mercado de derivados: Los derivados denominados en peso han sido comerciados desde la década de los ochenta y el mercado de títulos de deuda se desarrolló aún más en la década de los noventa gracias a la creciente demanda de

---

<sup>88</sup> Lustig, Nora. ob.cit. nota 74, p. 55, 56

*forwards* relacionados con instrumentos ligados a la tasa de inflación. Para 1998, se lanzó el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) con el propósito de tener una mayor supervisión en el mercado de derivados mexicano y desde entonces, este mercado ha ido creciendo lentamente.

- Reformas a la legislación del SFM: En 2001 se promulgó la Ley del Mercado de Valores con el propósito de estimular el crecimiento de los mercados financieros en México. Dentro de esta ley, también se introdujeron los Certificados Bursátiles que, al día de hoy, son los títulos de deuda más emitidos por empresas públicas y privadas (veremos el funcionamiento de estos instrumentos más adelante). Pero, lo más importante que ofrece esta regulación, es la supervisión de los funcionarios del SFM tanto públicos como privados, lo que tiene como objetivo, asegurar la transparencia y reducir el riesgo en la administración de Instituciones Financieras.

A partir del 2005, el tamaño, la duración y la liquidez ofrecidas por el mercado mexicano no podían ser replicadas con facilidad por ningún otro mercado emergente<sup>89</sup>, esto es destacable, tomando en cuenta que apenas en el 2000 se habían emitido los primeros bonos de larga duración. En este mismo año, la deuda del gobierno federal en bonos creció de 6% en 1996 a 26% en 2005 con respecto del PIB<sup>90</sup>.

De acuerdo a Castellanos y Martínez, la emisión de instrumentos de deuda por parte de Banco de México fue uno de los factores más importantes que contribuyeron al crecimiento económico ese año, pero también se le puede atribuir el crecimiento a la participación de gobiernos estatales y a las dependencias gubernamentales ya que estas también emitieron gran cantidad de bonos<sup>91</sup>.

Esta diferencia en la forma en que se financia el gobierno federal es importante, ya que hasta finales de la década de los noventa, la deuda pública se financiaba con recursos provenientes del extranjero. Sin embargo, a partir de la crisis del 94, que, como vimos, culminó en una seria

---

<sup>89</sup> Castellanos, S., Martínez, L., ob. cit., nota 42, p. 60

<sup>90</sup> *Ibidem*

<sup>91</sup> *Ibidem*

devaluación del peso, el gobierno federal prefirió emitir más bonos y pagar menos deuda con recursos del extranjero.

Conforme ha crecido el mercado de Títulos de Deuda en México, han ido disminuyendo las tasas de interés, y aumentando los años de maduración de los instrumentos emitidos. Desde el 2002, el interés de los CETES a 28 días no ha sido mayor al 5% como podemos observar en la siguiente tabla:

**Tabla 4. Tasa de rendimiento CETES a 28 días 1982-2012**

Cifras en porcentaje

Año	Porcentaje
1982	54.99
1983	77.49
1984	n.d.
1985	82.64
1986	133.39
1987	152.72
1988	112.65
1989	55.86
1990	41.21
1991	21.11
1992	16.81
1993	16.01
1994	15.09
1995	61.93
1996	36.53
1997	21.72
1998	28.12
1999	23.75
2000	16.37
2001	11.99
2002	7.32
2003	6.42
2004	7.04
2005	9.6
2006	7.44
2007	7.43
2008	7.96
2009	5.57
2010	4.49
2011	4.3
2012	4.39

Fuente: Banco de México *Serie Tasa de Rendimiento Cetes a 28 días*. Consulta realizada en noviembre de 2013

El tiempo de madurez también ha ido creciendo, en 1995 el tiempo de madurez para el título a mayor plazo era de 91 días, para 2004 llega a 20 años y para el 2012 hasta los 30.

Adicionalmente, salieron al mercado nuevos instrumentos como los Bonos de Regulación Monetaria en México (BREM), que fueron usados para impedir la creciente acumulación de reservas y a su vez para incrementar la base monetaria. Para finales de 2005 los BREM representaban el 3.21% del PIB. Para el año 2006, estos bonos desaparecieron debido a la estrategia conjunta del gobierno federal y de Banxico para administrar la deuda y se usarían otros bonos para realizar las operaciones de mercado abierto.<sup>92</sup>

A su vez, el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB), comenzó a emitir un bono propio y es el segundo emisor público más grande en nuestro país; el primer lugar le pertenece a Petróleos Mexicanos (PEMEX) y representan el 77% de las emisiones para el 2006.

En 2005, se lanzó un programa que permitía eliminar cupones y reconstituir Bonos y Udibonos con el propósito de incrementar la profundidad del mercado secundario.

A partir de estas acciones, el mercado de títulos de deuda se convirtió en uno de los más grandes y líquidos; lo cual también dio lugar al incremento del mercado de deuda privada.

Para Octubre de 2006 se emitió un Bono de renta fija a 30 años que era demostración de la nueva estabilidad macroeconómica del país y con el cual se esperaba fomentar la confianza de los inversionistas en la estabilidad a largo plazo de México.

En 2007, la próxima crisis ya se estaba gestando en los Estados Unidos debido a las hipotecas *subprime*.<sup>93</sup> En este momento, los principales bancos centrales alrededor del mundo debieron intervenir de emergencia para asegurar la liquidez de sus países. Sin embargo, en Estados Unidos el mercado de valores experimentó una caída acelerada que finalmente llevó a su colapso a principios del 2008.

---

<sup>92</sup> Ídem, p. 63

<sup>93</sup> Modalidad crediticia que se caracteriza por un nivel de riesgo superior a la media del resto de los créditos (Banxico 2013)

Debido al colapso, el gobierno estadounidense tuvo que anunciar el rescate de los principales intermediarios hipotecarios, lo cual fue mal visto por los miembros del Partido Republicano que argumentaban que esta práctica sólo fomentaba las prácticas riesgosas en los inversionistas.

El colapso también tuvo repercusiones internacionales, las economías de todo el mundo estuvieron afectadas por la insuficiencia del crédito.

En México los efectos de la crisis se manifestaron con mayor fuerza en el año 2009, como la baja en el Producto Interno Bruto (PIB) del 6.3%, el déficit en las finanzas públicas debido a la baja recaudación y a la caída del precio del petróleo, la depreciación del peso mexicano que forzó al Banco de México a inyectar dólares al mercado cambiario mexicano, entre otras. Estos motivos aunados a la gran dependencia económica con Estados Unidos, afectaron más al aparato productivo.

Para limitar los efectos negativos de la crisis *subprime* el Banco de México implementó medidas enfocadas a:

- Contrarrestar la contracción de las actividades económicas.
- Mantener en funcionamiento los mercados financieros.
- Preservar la estabilidad del sistema financiero.

Posteriormente, a través de la Comisión de Cambios, se decidió reactivar la venta de dólares por parte del Banco de México hasta en 400 millones diarios. Adicionalmente, se decidió que a partir de marzo de 2009 y hasta junio del mismo año, que Banxico subastara diariamente sin precio mínimo hasta 100 millones de los 400 millones de dólares de las subastas diarias, y se negoció con el FMI una Línea de Crédito Flexible por un monto cercano a los 50 mil millones de dólares a un año.<sup>94</sup>

---

<sup>94</sup> [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx) Información recuperada en septiembre de 2013

### 4.3. Problemas que puede traer el crecimiento de la deuda pública

El mercado de títulos de deuda ha presentado un crecimiento importante en México y en el resto del mundo. Sin embargo, la emisión de deuda pública puede tener repercusiones negativas, especialmente en países con economías emergentes.

Uno de los efectos que puede la emisión de deuda pública es la disminución de la inversión privada. Cuando un gobierno ofrece instrumentos de deuda para fondearse se usa una parte de los ahorros privados del país que pudieron haberse destinado en financiar al sector privado. Esto provoca un aumento en el costo de capital en el mercado privado y reduce la demanda de inversión, especialmente para aquellas empresas que no tienen acceso a fondeo internacional.

Otro problema es que la deuda emitida por el gobierno es más cara que la financiación externa a pesar de que para esta última puedan haber riesgos como el tipo de cambio, emitir títulos de deuda siempre es más caro<sup>95</sup>. Como resultado, los intereses que se pagan a los inversionistas pudieran representar importantes montos de los ingresos gubernamentales. Adicionalmente, la dependencia al financiamiento interno podría tener repercusiones sobre la administración de los impuestos en el sentido que las alentaría. Por otro lado, el gobierno tendría riesgo de liquidez creciente por tener que desplegar montos muy grandes de deuda.

Otra situación tiene que ver con el incentivo de la banca para prestar crédito al sector privado. Los inversionistas ven como mejor oportunidad comprar títulos gubernamentales que tienen menos riesgo y una ganancia segura, por lo tanto, los bancos y casas de bolsa tienen mayor incentivo a promover los títulos de deuda pública que los de privada.

---

<sup>95</sup> Beaugrand, P., B. Loko y M. Mlachila, *The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits*, Washington, Estados Unidos, IMF Working paper No. 02/79

## 5. Conclusiones generales

El Mercado de Títulos de Deuda es una parte importante de los mercados financieros alrededor del mundo y representan diversos beneficios cuando se han desarrollado y han alcanzado su madurez. El aporte principal de un mercado de títulos de deuda desarrollado, es promover que el sistema financiero sea más completo y más eficiente, lo que permite una mayor diversificación del riesgo, y por lo tanto, mayor estabilidad del sistema financiero.

En nuestro país se promueve el buen funcionamiento y el desarrollo del SFM como se puede apreciar en la constante estructuración de leyes y organismos que atienden el sector. Sin embargo, también hay muchos factores que detienen tal desarrollo del sistema, como la corrupción dentro de los sectores públicos y privados, el número limitado de participantes, la participación excesiva del financiamiento gubernamental, el ineficiente aprovechamiento de las inversiones, la insuficiencia de tecnología, la falta de especialistas en finanzas, la falta de inclusión financiera, entre otros.

Los problemas que se acaban de mencionar no sólo afectan al SFM, sino que tienen un efecto importante sobre toda la economía en México, a lo cual nos adentraremos en el último capítulo de este trabajo.

De ninguna manera se plantea que el mejoramiento del SFM pueda resolver los problemas económicos en nuestro país, ya que son muchos los componentes de la economía nacional. Sin embargo, un sistema financiero estable, eficiente, competitivo e innovador contribuye a elevar el crecimiento económico sostenido y el bienestar de la población.

En el caso de América Latina que no ha tenido la oportunidad de madurar sus mercados financieros de la misma forma que potencias como Estados Unidos o el Reino Unido, padece con el subdesarrollo del Mercado de Títulos de Deuda, sobre todo porque los beneficios que actualmente trae consigo este mercado en América Latina no son productivos y permanecen en los círculos privilegiados que pueden participar en él.

El mercado de títulos de deuda puede representar muchos beneficios para el país o región que coadyuve al desarrollo de este, y estos beneficios se pueden desencadenar más allá del sistema financiero y llegar hasta el crecimiento económico y productivo del lugar.

Sin embargo, para comenzar a promover el desarrollo de este mercado, primero hay que resolver varios y diversos problemas que aquejan al sistema financiero. Como analizamos en este apartado, los principales problemas que aquejan a la región de América Latina, son muy parecidos a los problemas que tenemos dentro de nuestro país, lo que podría significar que las soluciones también puedan ser similares para la región.

El problema principal, o al menos aquel que parece tener raíces más profundas, es la concentración de los recursos y financiamientos en un pequeño estrato que está compuesto por grandes empresas nacionales y extranjeras, que no necesariamente promueven el crecimiento productivo de la región en la que se encuentren y que, por lo tanto afectan a la economía en general. Con un mercado de títulos de deuda más desarrollado, más empresarios (micros, pequeños, medianos y grandes) podrían obtener financiamiento y esto a su vez podría provocar que los precios de los créditos bancarios bajaran a su vez para poder competir con este mercado desarrollado y se incentivara la inversión productiva la región.

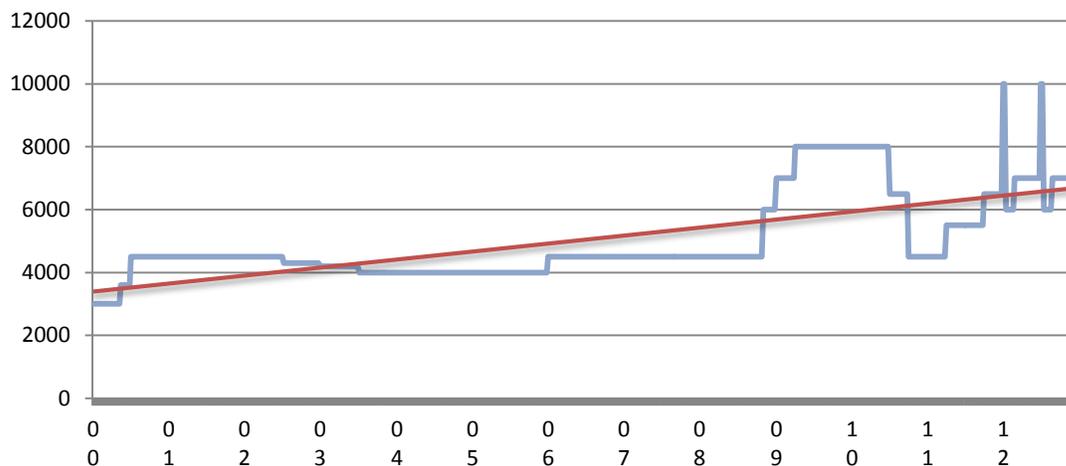
En México el desarrollo del Mercado de Títulos de Deuda no ha sido uniforme y ha tenido tropiezos y contratiempos provocados por diversas situaciones como la emisión de títulos que no servían la los intereses de la nación, como en el caso de los PETROBONOS, las crisis económicas como la del 82, la precipitada liberalización del mercado en el 94, la privatización de la banca y los pocos jugadores que participan en el sector financiero, entre varios otros que repasamos a lo largo del presente trabajo.

Sin embargo, al día de hoy es un mercado importante tanto para el sector público como para el sector privado y sigue creciendo. En 1996 la subasta semanal de los CETES era en promedio de 1,000 millones de pesos, para 2012 el promedio es de 7,000 millones de pesos subastados cada semana, es decir, el mercado de CETES ha aumentado 7 veces su tamaño en menos de 20 años como se ve en la siguiente gráfica:

### Gráfica 4. CETES a 28 días

Millones de pesos

- Línea de Tendencia
- Subasta semanal



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Consulta realizada en enero 2014

Los títulos de deuda han jugado un papel importante en la historia de México en los últimos 50 años, para el sector privado para obtener fondeo y para el país para controlar la política monetaria y para fondearse.

El gobierno se ha apoyado del Mercado de Títulos de Deuda para sacar adelante las situaciones desfavorables del país, lo cual fue más evidente para la crisis de 1982.

Para la crisis del 2008, la afectación de México no fue tanto a los mercados financieros como lo fue a la actividad productiva. Sin embargo, a partir de esta crisis el crecimiento del Mercado de Títulos de Deuda ha sido evidente en todo el mundo y México no ha sido la excepción.

La conclusión más importante a la que podemos llegar es que la correlación entre la economía, más específicamente, la macroeconomía mexicana (o de muchas otras economías en el mundo) utiliza al Mercado de Títulos de Deuda no solo en la teoría sino también en la práctica y al hacerlo, se ha cambiado el panorama económico, además este mercado también genera indicadores de la economía tal como es el caso de los CETES.

El Mercado de Títulos de Deuda se puede robustecer y madurar en México, lo que podría representar un apoyo importante para el desarrollo y crecimiento de la economía. Aún hay un largo camino por recorrer en muchos aspectos: regulación, autoridades, barreras de entrada, etc.

Este mercado sigue creciendo en el mundo y nuestro país no es la excepción. Sin duda aún hay mucho por hacer, pero los antecedentes nos muestran que México está dispuesto para hacerlo.

Se han creado diferentes recursos para promover el sano funcionamiento del mismo: normatividad, figuras regulatorias, instrumentos gubernamentales, entre otros.

Sin embargo, la realidad dista mucho de lo que se plantean las autoridades regulatorias, existen factores endógenos y exógenos que hacen que el panorama para el sistema financiero cambie de un momento a otro y estos factores se han presentado a lo largo de la historia (como veremos en los siguientes apartados) y no existen indicios de que se vayan a detener.

Es por ello que, igual que el panorama, las autoridades regulatorias deben actuar conforme a la realidad de México y del mundo para promover el crecimiento, la calidad y la inclusión del Sistema Financiero Mexicano para asegurar que las repercusiones positivas fuera del sistema tengan la misma tendencia que este.

Aún con todos estos esfuerzos para impulsar el Sistema Financiero Mexicano, no hay un enfoque particular de estos esfuerzos a promover el crecimiento del Mercado de Títulos de Deuda que como vimos con anterioridad, promover el crecimiento y buen funcionamiento de SFM también es promover el crecimiento económico de un país. Impulsar el crecimiento de este mercado no resuelve todos los problemas que tenemos en nuestro país, pero seguramente es por lo menos un aspecto que puede dar cabida a nuevas soluciones.

## Bibliografía

- Bank of International Settlements. (2012, septiembre). *www.bis.org*. Retrieved Enero 22, 2013, from International debt securities-all issuers:  
[http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qa1212\\_anx11a.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1212_anx11a.pdf)
- Banorte Casa de Bolsa. (n.d.). *cbbanorte*. Retrieved Mayo 6, 2012, from [www.cbbanorte.com.mx](http://www.cbbanorte.com.mx)
- Banxico. (1995). *Circular 2019-95*. México D.F.
- BANXICO. (2007). *Banco de México*. Retrieved MARZO 9, 2012, from BANXICO:  
[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)
- Banxico. (2008). *Importancia del Banco de México en el Sistema Financiero Mexicano*. México D.F.: Banxico.
- BIS. (2012, diciembre). *Bank of International Settlements*. Retrieved from [www.bis.org](http://www.bis.org):  
[www.bis.org](http://www.bis.org)
- Blanchard, O. (2006). *Macroeconomía*. Madrid, España: Prentice Hall.
- Bolsa Mexicana de Valores. (2007). *BMV*. Retrieved Marzo 25, 2012, from <http://www.bmv.com.mx/>
- Borenzstein, E. (2008). *Bond Markets in Latin America: On the Verge of a Big Bang?* Massachusetts, USA.: MIT.
- Cabello, A. (1999). *Globalización y liberalización financieras y la Bolsa Mexicana de Valores: Del auge a la crisis*. D.F.: Plaza y Valdes.
- Cámara de Diputados. (2007). *Ley de Sociedades de Inversión*. México, D.F.
- Cámara de Diputados. (2009). *Ley de la comisión nacional bancaria y de valores*. México, D.F.
- Cámara de Diputados. (2009). *Ley del Mercado de Valores*. México, D.F.
- Cámara de Diputados. (2010). *Ley del Banco de México*. México, D.F.
- Cámara de Diputados. (2010). *Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros*. México, D.F.

- Carbajal Cortés, R. (2008). *La rendición de cuentas y la transparencia de la deuda pública en el mercado de capitales*. México: Auditoría Superior de la Federación.
- Castellanos, S. G., & Martínez, L. (2008). *Bond Markets in Latin America On the Verge of a Big Bang?* Massachusetts: MIT Press.
- Castellanos, S. G., & Martínez, L. (2008). *Development of the mexican bond market*. Massachusetts, Estados Unidos: The MIT Press.
- Choudhry, M. (2010). *An Introduction to Bond Markets*. Norfolk, UK: John Wiley & Sons.
- CNBV. (2007). *Comisión Nacional Bancaria y de Valores*. Retrieved Marzo 03, 2012, from [www.cnbv.gob.mx](http://www.cnbv.gob.mx)
- CNSF. (2007). *Comisión Nacional de Seguros y Fianzas*. Retrieved marzo 3, 2012, from CNSF: [www.cnsf.gob.mx](http://www.cnsf.gob.mx)
- CONDUSEF. (2008). *Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros*. Retrieved marzo 3, 2012, from CONDUSEF: [www.condusef.gob.mx](http://www.condusef.gob.mx)
- CONSAR. (2007). *Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro*. Retrieved marzo 9, 2012, from CONSAR: [www.consar.gob.mx](http://www.consar.gob.mx)
- Consejo Nacional de Inclusión Financiera. (2012). *Reporte de Inclusión Financiera*. México D.F.: CNBV.
- Fabozz, F. J. (2009). *Bond Markets, Analysis and Strategies*. UK: Pearson.
- García Santillán, A. (2007). *Sistema Financiero Mexicano y el Mercado de Derivados*. México, D.F.
- IMF. (2004). *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators*. Washington DC: IMF.
- International Monetary Found. (2004). *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators*. Washington D.C.: IMF.
- Investopedia*. (n.d.). Retrieved Noviembre 4, 2012, from [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
- Jeanneau, S., & E.Tovar, C. (2009). *Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica*. Bank of International Settlements. Retrieved Enero 20, 2013, from BIS.ORG: [www.bis.org/publ/bpdf/bispap36d\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bpdf/bispap36d_es.pdf)

- Jeanneau, S., & Tovar, C. E. (2006). *Bank of international settlements*. Retrieved Enero 20, 2013, from bis.org: [www.bis.org/publ/bppdf/bispap363\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap363_es.pdf)
- Mankiw, G. (2004). *Macroeconomía*. Antoni Bosch.
- Manuelito, S., & Jiménez, L. F. (2010). *América Latina y el financiamiento de la inversión: Hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Manuelito, S., & Jiménez, L. F. (2010). *Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Mejorada, L. E. (2007). *Financiamiento a Empresas: Crédito y Deuda Bursátil*. IMEF. IMEF.
- Méndez Morales, J. S. (abril-junio 1999). El sistema financiero mexicano: situación actual. *Revista de contaduría y administración no. 193*, 97-99.
- Millán Sagredo, H.-C. R., & Robles Merino, L. G. (2007). *Propuesta de una estrategia para invertir en fondos de inversión*. Cholula, Puebla: UDLA.
- Mora Galicia Breton, F. (2001). El papel de los Tesobonos como causa importante en la incertidumbre cambiaria y la crisis 1994 y 1995. México D.F.: Facultad de Economía.
- Nora, L. (2001). *Life is not easy: Mexico's quest for stability and growth*. Washington, Estados Unidos: Journal of Economic Perspectives Volumen 15, Número 1.
- Patel, M. (2010). *The development of domestic bond markets; interpreting the mexican experience*. Florida, USA: Universal-Publishers.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (1998). *Macroeconomía*. California, USA: Prentice Hall.
- Ques, J. T., & Bengoa, C. C. (2006). *El funcionamiento de la macroeconomía: El Modelo IS-LM*. Brasil: UOC.
- Santaella, J. A. (2008). *Desarrollo del Mercado de Deuda Pública: Experiencia Mexicana*. D.F.: Banco de México.
- Santandreu, E. (2002). *Diccionario de Términos Financieros*. Barcelona: Ediciones Granica.
- Secretariado del TLCAN. (2013, Agosto 8). *Secretariado del TLCAN*. Retrieved from [www.nafta-sec-alena.org](http://www.nafta-sec-alena.org)

Solano, E. R. (2007). *Moneda, Banca y Mercados Financieros: Instituciones e instrumentos en países en Desarrollo*. Estado de México: Pearson.

Tello, C. (2007). *Estado y desarrollo económico: México 1920-2006*. México, D.F.: UNAM.

The City UK. (2011). *Financial markets series: Bond Markets*. London, UK: The City UK (partnering prosperity).

Turner, P. (2002). Bond markets in emerging market economies. In B. P. 11.

Zipf, R. (2002). *How the bond market works*. New York, USA: New York Institute of Finance.