

El mercado de deuda corporativa en México ante la crisis

SALVADOR MEDINA RAMÍREZ*

El certificado bursátil: historia de una innovación financiera

La actual crisis financiera internacional, que amenaza con convertirse en una recesión mundial, tiene su origen en el mercado de deuda corporativa estadounidense, en concreto en un tipo de productos financieros estructurados endémico de Estados Unidos: las bursatilizaciones de créditos hipotecarios *subprime*.¹ En este marco, se plantean numerosas preguntas referentes a si hay riesgo de que algo similar suceda en México o de cómo esta crisis afectará la economía nacional. En este artículo se trata de dar respuesta a algunas de estas interrogantes, en particular se analiza el estado actual del mercado de deuda corporativa en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), con el fin de saber qué tan expuesta se encuentra esta porción del mercado financiero a la actual crisis financiera internacional.

Para tal propósito, el documento se divide en cinco apartados. En el primero, se

* El autor agradece a Gabriela Basurto Lizaloy y Daniel Zaga por la información estadística brindada.

1. Para una explicación detallada sobre los orígenes de esta crisis, véase Gary B. Gorton, *The Subprime Panic*, Working Paper, núm. 14398, National Bureau of Economics Research, octubre de 2008.

describe de manera sintética la evolución del mercado de deuda corporativa y la importancia que tuvo una innovación financiera: el certificado bursátil. Después, se mencionan las características institucionales que han hecho tan exitoso este instrumento financiero. En seguida, se da cuenta de la importancia del certificado bursátil en el florecimiento de un mercado de productos estructurados o de bursatilización de activos y cómo ha ayudado a promover el financiamiento y fondeo en México. A continuación, se menciona el estado actual del mercado de bursatilizaciones relacionadas con el mercado de la vivienda, debido a la importancia que tiene en la crisis actual. En la siguiente sección, dado el entorno financiero mundial actual, se indican las perspectivas para el mercado de deuda corporativa y el de activos bursatilizados en México. Por último, se exponen las conclusiones de la presente investigación.

Evolución del mercado de deuda corporativa en México

El mercado de valores moderno en México es relativamente joven:² surgió en 1975 con la creación de la BMV. El mercado de deuda corporativa tardó tiempo en consolidarse debido a las crisis del decenio de los ochenta (1982 y 1987), y es a principios de los noventa cuando comienza a crecer. En 1993 llegó a tener un saldo en circulación de 195 100 millones de pesos (a precios de 2007) y representó 3% del producto interno bruto (PIB). Sin embargo, la crisis financiera de 1994-1995 en México generó condiciones desfavorables para el financiamiento bursátil (altas tasas de interés, bajas perspectivas de crecimiento, salida de inversionistas de la BMV, entre otras), que hicieron que el mercado de deuda corporativa bursátil se redujera de manera brusca. En 1995, el monto en circulación disminuyó a 139 000 millones de pesos (representando 2.39% del PIB) y en 1996 a 115 000 millones de pesos, a precios de 2007 (1.84%

del PIB).³ Se requirieron años antes de que las condiciones macroeconómicas⁴ fueran más propicias para el mercado de deuda corporativa. No obstante, no bastaron éstas (que son condición indispensable); también hubo un hecho muy importante para el mercado: la creación del certificado bursátil (CB) en 2001.

Este instrumento fue una innovación financiera⁵ para el mercado mexicano de deuda corporativa, pues alteró de manera significativa el uso de los instrumentos financieros previos,⁶ de tal modo que en unos cuantos años el CB los desplazó al convertirse en el instrumento más utilizado en el mercado. En 2001, los CB representaban 12% del saldo en circulación del mercado de deuda corporativa; en cambio, para diciembre de 2007 habían alcanzado ya una participación de 95% del mercado, con un crecimiento a una tasa real anual de 76% entre 2001 y 2007.

Además, fue tal su éxito que los saldos en circulación del mercado de deuda corporativa aumentaron con rapidez. En la gráfica 1 se advierte cómo a partir de 2001, año en el que aparece el CB, la deuda corporativa representaba sólo 1.84% del PIB y para agosto de 2008 ésta ya implicaba 5.45% del PIB. El monto total en circulación de deuda corporativa en 2001 era de 151 000 millones de pesos y para agosto de 2008 alcanzó 647 000 millones de pesos, a precios de 2007. La tasa de crecimiento media anual real del saldo en circulación de la deuda corporativa de 2001 a 2007 fue de 27 por ciento.

El certificado bursátil no sólo permitió que agentes privados se financiaran; también

abrió el financiamiento a organismos públicos descentralizados, como Pemex o el Infonavit, y a estados y municipios. En la gráfica 2 se puede advertir que a lo largo de los años el uso del CB se ha incrementado entre las entidades públicas mencionadas. En 2001, el saldo en circulación de las emisiones de agentes públicos era de 120 millones de pesos y para agosto de 2008 ascendía a 202 300 millones de pesos, a precios de 2007. Estas emisiones pasaron de representar 0.6%, en 2001, de los CB en circulación total a 32.7% en agosto de 2008 (estados y municipios, 7.7%, y organismos públicos, 25 por ciento).

Lo anterior muestra la importancia que ha adquirido el CB para los participantes del mercado de deuda corporativa en la BMV. Con el fin de explicar el porqué de su éxito, es necesario dar cuenta de sus características.⁷

Características de los certificados bursátiles

Para explicar cuáles son las características de los CB, se requiere definirlos. Un certificado bursátil es un título de crédito que representa la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de empresas o entidades de la administración pública federal paraestatal, de gobiernos estatales y municipales o de fideicomisos.⁸

Partiendo de esta definición, es posible notar que tanto empresas privadas como entidades públicas pueden utilizar este instrumento para obtener crédito en el mercado de deuda. Esta característica le brinda un amplio espectro de participantes, lo que evita el encasillamiento en un solo tipo de emisor. A ello se suman dos características que lo hacen un instrumento muy útil en el mercado de deuda:

2. Aunque los antecedentes de un mercado de valores en México se remontan a 1850.

3. Fuente: BMV, *Indicadores bursátiles*, varios años.

4. Por ejemplo, la inflación descendió (de 27.7 a 4.4 por ciento, de 1996 a 2001) y las tasas de interés se redujeron (la de cetes pasó de 27.3 a 6.29 por ciento, de 1996 a 2001).

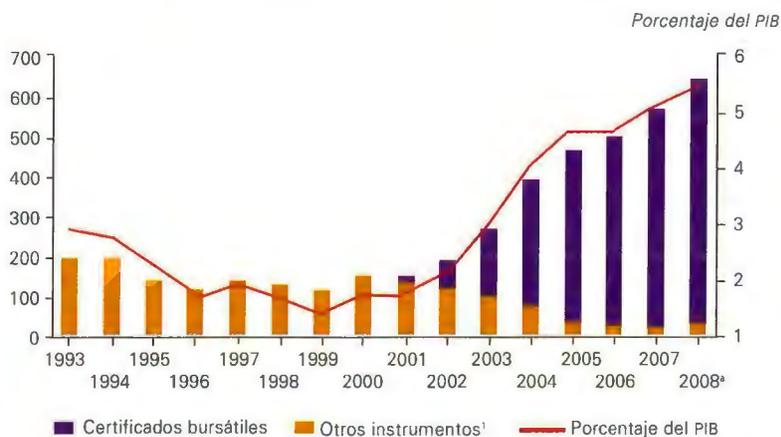
5. Por innovación financiera debe entenderse cualquier cambio significativo o evolución financiera que afecte o desplace alguna actividad o práctica.

6. Papel comercial, obligaciones, certificados de participación inmobiliaria, certificados de participación ordinaria, pagaré mediano plazo y pagaré corto plazo.

7. Cabe aclarar que esta explicación se circunscribe a sus características institucionales, dejando de lado las económicas que permitieron también el crecimiento del mercado, dado que esto requeriría de un espacio más amplio.

8. Para una definición exacta en términos de la ley, consúltese la Ley del Mercado de Valores, título III, De los certificados bursátiles, títulos opcionales y otras disposiciones; Capítulo I, De los certificados bursátiles.

MÉXICO: SALDO EN CIRCULACIÓN DEL MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA, 1993-2008 (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 2007 Y PORCENTAJES)

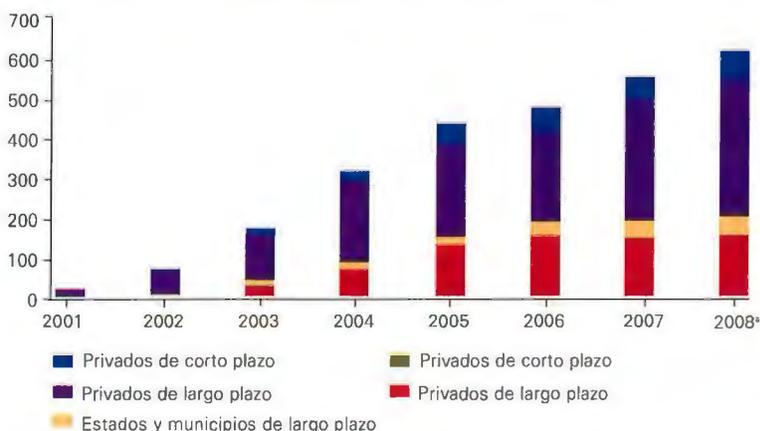


1. Otros instrumentos corresponde a la suma de papel comercial, obligaciones, certificados de participación, inmobiliaria, certificados de participación ordinaria, pagaré mediano plazo y pagaré corto plazo. En las cifras no se incluyen los certificados bursátiles de indemnización carretera.

a. Hasta agosto.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

MÉXICO: SALDO EN CIRCULACIÓN DE CERTIFICADOS BURSÁTILES,¹ 2001-2008 (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 2007)



1. No incluye los certificados bursátiles de indemnización carretera. Se excluyen los certificados bursátiles de corto plazo a descuento en 2002 y 2003 por falta de información detallada respecto a las emisoras.

a. Hasta agosto.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

versatilidad y flexibilidad, que permiten que las condiciones de cada emisión de CB se ajusten a las necesidades de financiamiento del emisor. Las condiciones que se pueden definir son: a) el rendimiento: a tasa fija, variable o indexada; b) la forma de amortización del principal: un pago al final o plan de amortizaciones; c) su denominación: en pesos, en UDI o indexados al tipo de cambio; d) su madurez: a largo y corto plazo; e) el pago de rendimientos: mensual, trimestral, semestral, etcétera; f) en el caso de CB de corto plazo se pueden emitir a descuento; g) tipo de título: subordinado, preferente o de otra prelación; h) las garantías: quirografaria, avalada o fiduciaria; i) los títulos pueden amparar uno o más certificados; j) puede constar de diferentes series (tienen los mismos derechos); k) el programa de colocación puede ejercerse en una o varias emisiones y cada una puede tener características diferentes; l) permite el *strip* de principal y cupones, es decir su negociación por separado, y m) su estructura jurídica, que hace posible su amortización anticipada, en caso de cambios materiales en el régimen fiscal o por otras causas.

Las condiciones anteriores por sí mismas hacen del CB un instrumento muy atractivo, pero éste cuenta con características adicionales que explican por qué se ha usado para la emisión de productos estructurados y por qué recurren a él distintas instituciones. Estas características son:

- Su facilidad de emisión, pues no requieren autorización de la asamblea de accionistas ni una escritura protocolizada e inscrita en el Registro Público de Comercio, lo cual hace que se reduzcan costos y se agilice la emisión.
- Su emisión se puede autorizar en programas, lo que permite realizar varias emisiones durante un plazo. Para los programas de CB de corto plazo, su vigencia es de un año a partir de su autorización, y cada emisión en particular puede hacerse hasta por un lapso de 360 días. De esta manera, el programa se convierte en una línea revolving de crédito de hasta 24 meses.

- Los certificados bursátiles pueden utilizarse para la bursatilización de derechos sobre un activo⁹ mediante el uso de la figura de fideicomiso.¹⁰ Las emisiones por fideicomisos privados pueden estar respaldadas por contratos de crédito, por activos, por flujos futuros y por garantía financiera.

- En el caso de estados y municipios, su respaldo puede ser por el fideicomiso maestro (aportaciones federales, ramo 28 no comprometido), por una fuente de ingresos determinada (tenencia, nómina y predial), por garantías financieras (aval de instituciones financieras como Banobras) y por derechos sobre bienes (carreteras, puentes, redes).

En resumen, la amplitud de participantes, la versatilidad y la flexibilidad hacen del CB un instrumento muy atractivo, que además puede acelerar decisiones de financiamiento, reducir costos, crear líneas de crédito revolventes y dar paso al uso de otras innovaciones financieras: la creación de productos estructurados o bursatilización de activos. Es por ello que el certificado bursátil ha tenido tanto éxito en el mercado de deuda.

La importancia de los certificados bursátiles

Tal y como se mencionó en el apartado anterior, los CB pueden generar distintos tipos de estructuras de financiamiento, desde un contrato de deuda simple (sin estructura) hasta productos estructurados (por ejemplo, bursatilizaciones). En este sentido, el CB ha sido de capital importan-

cia para el florecimiento de un mercado de activos bursatilizados en la BMV, del cual se han beneficiado tanto agentes públicos como privados.

Aunque antes de la aparición de los CB era posible realizar bursatilizaciones con certificados de participación ordinaria (CPO), las emisiones de este tipo eran poco frecuentes. Con el CB, las bursatilizaciones en el mercado mexicano de deuda crecieron de modo espectacular. En 2001 había dos emisiones de CB por un monto de 1 100 millones de pesos, a precios de 2007. Para agosto de 2008, el número de emisiones era de 215 y el saldo en circulación de las bursatilizaciones ascendió a 235 200 millones de pesos, a precios de 2007. Con ello, las bursatilizaciones pasaron de representar 5.92% del saldo en circulación de los CB de largo plazo en 2001 a 42.97% en agosto de 2008¹¹ (véase la gráfica 3).

Como se puede observar en el cuadro 1, los activos bursatilizados se han diversificado mucho desde 2001 hasta la fecha. Los diferentes tipos de bursatilizaciones, por el tipo de activo, que se pueden encontrar en la BMV son:

a) Impuestos: compuestos de la bursatilización de participaciones federales de estados y municipios, así como de impuestos locales como el predial, a la nómina o la tenencia vehicular.

b) Préstamos al consumidor: conformado por la bursatilización de la cartera crediticia derivada de tarjetas de crédito, créditos para automóvil, los otorgados por tiendas departamentales y cartera del Fonacot.

c) Créditos hipotecarios.

d) Créditos puente: bursatilización de

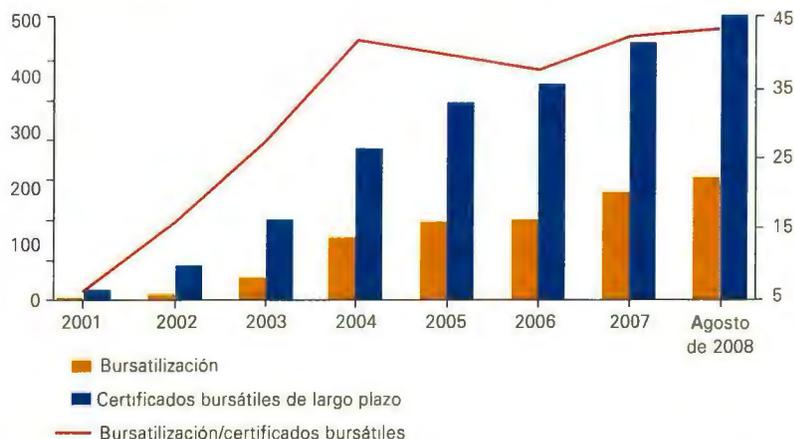
11. Dado que las bursatilizaciones son emisiones de largo plazo, resulta más útil para el presente estudio observar su participación en las emisiones de certificados de largo plazo. Cabe mencionar que en el mercado hay emisiones estructuradas de corto plazo realizadas por Finamex.

Por sus características, el mercado mexicano de deuda corporativa (y de bursatilizaciones hipotecarias) no constituye una fuente de problemas económicos para el país, y el apoyo y la participación gubernamental le dan estabilidad

9. "La bursatilización de activos y flujos de efectivo futuros es un proceso estructurado en el cual activos similares se agrupan y suscriben para crear títulos valor negociables para colocarlos entre el gran público inversionista en un mercado de valores organizado. La bursatilización es un esquema fiduciario estructurado que permite a la empresa obtener financiamiento bursátil, al dar liquidez a activos no líquidos; o bien, para obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos, dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos." Bolsa Mexicana de Valores, "Bursatilización de activos" <www.bmv.com.mx>.

10. Sólo los bancos y las casas de bolsa pueden ser fiduciarias en los fideicomisos.

MÉXICO: PARTICIPACIÓN DE BURSATILIZACIONES EN CERTIFICADOS BURSÁTILES DE LARGO PLAZO, 2001-2008 (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 2007 Y PORCENTAJES)



1. Cifras al último día del periodo.

Fuente: indicadores bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores, varios años.



créditos puente para la construcción de vivienda.

e) Créditos bancarios: bursatilización de créditos bancarios otorgados a grandes empresas o instituciones, como el Gobierno del Distrito Federal o la Comisión Federal de Electricidad.

f) Derechos de peaje: bursatilizaciones de peaje de carreteras públicas y privadas.

g) Instrumentos de deuda: se trata de la bursatilización de derechos generados por otros productos financieros, como los bonos UMS o los generados por el pagaré IPAB.

h) Otros flujos futuros: cualquier otro activo que no entre en las anteriores clasificaciones, como: alquileres por cobrar (centros comerciales), publicidad, créditos comerciales, arrendamiento de equipos, transferencia electrónica de dinero, cuentas por cobrar de viviendas, cuentas por cobrar por servicios públicos.

De estos ocho tipos de bursatilizaciones, en agosto de 2008 los principales eran los relativos a créditos hipotecarios, que representan 30% de las bursatilizaciones; le siguen los créditos bancarios (19%), carreteras de cuota (13%) e impuestos (11 por ciento).

Las bursatilizaciones anteriores han ayudado a promover el financiamiento y el

BURSATILIZACIONES POR TIPO DE ACTIVO, SALDO EN CIRCULACIÓN (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 2007)

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Agosto de 2008
Impuestos	0.12	3.29	7.75	7.45	6.18	16.16	27.35	26.98
Créditos hipotecarios	—	—	0.70	5.79	11.65	29.14	54.70	68.38
Derechos de peaje	—	3.07	11.00	17.65	22.24	28.20	26.94	31.55
Préstamos al consumidor	—	—	0.44	2.81	3.65	8.22	12.00	13.20
Crédito bancario	—	0.98	14.54	18.16	27.01	38.69	41.99	45.35
Otros flujos futuros	—	0.07	0.45	7.34	8.71	11.88	15.81	20.91
Crédito puente	0.97	2.59	6.79	10.50	12.93	15.17	19.51	18.38
Instrumentos de deuda de grupos financieros	—	—	—	51.25	58.19	7.38	9.09	10.40
Total	1.08	10.00	41.67	120.96	150.55	154.83	207.38	235.17

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.



fondeo de la inversión y el consumo en México. Por un lado, las bursatilizaciones pueden utilizarse para financiar de modo directo proyectos de inversión o de consumo; ejemplo de ello es la bursatilización de impuestos por algún estado o municipio, que proporciona recursos para financiar infraestructura pública o gasto corriente.

Por otro lado, las bursatilizaciones se pueden usar para fondear¹² el consumo y la inversión. Esto sucede cuando un agente, privado o público, bursatiliza una cartera de activos (algún tipo de crédito al consumo o la inversión) y los recursos que obtiene los utiliza para conceder más créditos. Una institución de crédito (banco) puede expandir el otorgamiento de crédito, sin limitarse a lo que le permite su capital, pues al empaquetar sus activos (créditos al consumo o a empresas o entidades públicas) y ofrecerlos al mercado como instrumentos atractivos de inversión los retiran de balances contables y las limitaciones de reservas de capital disminuyen. Lo anterior permite, una vez emitido el título, obtener recursos

frescos y ofrecer más créditos. La bursatilización de créditos generados por el uso de tarjetas de crédito sería el ejemplo típico. En México, incluso un agente público puede recurrir a este mecanismo, como es el caso de la bursatilización de la cartera crediticia de Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores (Fonacot).

Esta forma de fondeo se ha vuelto importante en México, no sólo para el financiamiento del consumo de bienes no duraderos, sino también de créditos hipotecarios (consumo de bienes duraderos) y para la construcción de vivienda (inversión) mediante créditos puente.¹³ Estos últimos merecen un análisis en detalle, no sólo por la importancia que tienen en el mercado de deuda mexicana, sino también por la crisis hipotecaria de Estados Unidos.

Bursatilizaciones, hipotecas y créditos puente

El fondeo para la construcción de vivienda y para el otorgamiento de créditos hipotecarios en México tradicionalmente se generaba por medio de instituciones públicas, que obtenían sus recursos de las contribuciones (de trabajadores y patronales) y del financiamiento público. Sin embar-

go, con este mecanismo no se satisfacían las necesidades de vivienda del país ni las metas oficiales,¹⁴ por lo que el gobierno federal, a principios del decenio, decidió inducir la participación de agentes privados (bancos y las sociedades financieras de objeto limitado, sofoles) en el mercado de la vivienda. Para ello fundó la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) como banca de segundo piso,¹⁵ que se encargó de fondear a los agentes privados y otorgarles garantías para que financiaran la construcción de vivienda nueva y otorgasen créditos hipotecarios. De igual manera, la SHF promovió la bursatilización de créditos hipotecarios y de créditos puente para esos agentes, como forma de fondeo, dado el éxito que tenía en países de Europa y sobre todo en Estados Unidos.

Así, el financiamiento al sector de la vivienda mediante bursatilizaciones creció con rapidez desde 2001. En ese año, el saldo en circulación de bursatilizaciones que financian la vivienda era de 967 millones de pesos; para agosto de 2008, alcanzó los 87 200 millones de pesos a precios de 2007. Es decir, en cinco años el financiamiento al sector de la vivienda mediante bursatilizaciones se incrementó más de 90 veces (véase el cuadro 2).

Para agosto de 2008, la mayor parte de esas bursatilizaciones se componía de créditos hipotecarios, al representar 78% del total. Cabe destacar que esta situación no siempre fue así. En 2003 se dan las primeras emisiones de este tipo, las cuales sólo representaban 9% de todas las bursatilizaciones para vivienda, con un saldo en circulación de 702 millones de pesos, a precios de 2007. En agosto de 2008, las bursatilizaciones de hipotecas alcanzaron un saldo en circulación de 68 300 millones de pesos, a precios de 2007, y son las dominantes en el mercado. En cambio, la bursatilización de créditos puente, en el periodo 2003-agosto de 2008, sólo se

12. Por fondeo debe entenderse el proceso en el que el financiamiento de corto plazo es transformado en deuda de largo plazo. Para mayores referencias teóricas a esta diferenciación entre financiamiento y fondeo, véase Noemí Levy Orlik, *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*, UNAM-Universidad Autónoma Benito Juárez de Oaxaca, México, 2001.

13. Un crédito puente es un crédito otorgado a desarrolladores inmobiliarios para la construcción de conjuntos habitacionales, equipamiento comercial y mejoramiento de grupos de vivienda.

14. En el sexenio 2000-2006, el gobierno federal se planteó como meta otorgar 750 000 créditos hipotecarios durante el periodo.

15. En el 2002 se creó la Sociedad Hipotecaria Federal.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE COLOCACIONES DE CERTIFICADOS BURSÁTILES DE CORTO PLAZO, ENERO-OCTUBRE DE 2008 (PORCENTAJES)

Calificación crediticia	Enero-agosto	17 - 35 días		70 - 100 días		
		Septiembre	Octubre	Enero-agosto	Septiembre	Octubre
F1 (MEX)	7.80	8.41	8.74	7.77	8.54	10.02
F2 (MEX)	8.51	9.92	9.25	8.52	9.31	9.08
F3 (MEX)	8.96	9.14	9.60	8.82	9.44	-
B (MEX)	8.27	-	-	8.01	-	-

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

incrementó tres veces. Al final de 2003 había en circulación 6 700 millones de pesos y en agosto de 2008 el saldo en circulación era de 18 300 millones de pesos, a precios de 2007.

El Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit), organismo público, participa de manera activa en este mercado. En la gráfica 4 B se puede apreciar cómo los certificados bursátiles emitidos por el Infonavit (cedevís) han pasado de 2 150 millones en 2004 a 22 900 millones en agosto de 2008, a precios de 2007, un tercio de los créditos hipotecarios bursatilizados.

Asimismo, la bursatilización ha desempeñado un papel fundamental para las sofoles especializadas en hipotecas, pues principalmente con ella fondean su negocio. De 66 emisiones en agosto de 2008 respaldadas por créditos hipotecarios, sólo siete corresponden a bancos comerciales y el resto a las sofoles.

Los datos anteriores son indicador de la relevancia que han tenido las bursatilizaciones en el crecimiento del sector de la vivienda en México en los últimos años. La SHF señala que el fondeo de la construcción de vivienda y el otorgamiento de créditos hipotecarios no se puede sostener sólo mediante créditos bancarios o las contribuciones de los trabajadores.¹⁶ Por ello se ha

utilizado el mercado de deuda corporativa para mantener el crecimiento de este sector, el cual ha sido aprovechado tanto por el sector privado como por el público.

Perspectivas

En los apartados anteriores se trató el estado actual del mercado de deuda corporativa y de las bursatilizaciones de activos, en específico del sector de la vivienda. Este análisis sirve de base para establecer las perspectivas de este mercado del sistema financiero mexicano, en el marco de crisis financiera internacional actual.

Para comenzar, cabe mencionar las ventajas que tiene el mercado y la economía de México sobre los de Estados Unidos. Primero, el mercado de deuda corporativa en México no es tan grande como en Estados Unidos, lo que disminuye su importancia como fuente de riesgo. En México, aquél representa 5.45% del PIB (agosto de 2008), mientras que en Estados Unidos implica alrededor de 181% del PIB.¹⁷ Otro tanto sucede para la bursatilización de activos, en específico para las hipotecas bursatilizadas. En México, apenas representan 8% del PIB, mientras que en Esta-

dos Unidos equivalen a 52%.¹⁸ Tercero, en México no hay estructuras financieras parecidas a las hipotecas *subprime*¹⁹ de Estados Unidos; es decir, bursatilizaciones basadas en estos activos, lo que disminuye el riesgo de un suceso similar al que padece el país del norte. Cuarto, gran parte de las hipotecas bursatilizadas del sector privado tiene enaltecedores de crédito²⁰ respaldados por la Sociedad Hipotecaria Federal, lo que reduce su riesgo de manera importante.

Por último, en el mercado de deuda corporativa el sector público tiene una participación importante, por medio de organismos descentralizados y de estados y municipios (32.7% de todos los CB). Mientras esta participación se mantenga, el mercado continuará estable. Asimismo, en la actual situación económica, el gobierno federal anunció un programa para enfrentarla,²¹ lo que indica que habrá mayor inversión en

18. *Ibid.*

19. Una hipoteca *subprime* tiene características muy particulares, que la diferencian de otro tipo de hipotecas. Su estructura básica se fundamenta en la premisa de que tanto prestamista como prestatario se pueden beneficiar del incremento de los precios de la vivienda en el corto plazo (uno a dos años). Estas hipotecas se establecen en condiciones explícitas de refinanciamiento en el corto plazo (uno a dos años), con base en el aumento del valor de la vivienda. Si el prestatario se niega a refinanciar su hipoteca tendrá que pagar tasas más caras y es probable que pierda su vivienda. Entonces, el prestamista tomará posesión de la misma y se beneficiará de su mayor valor al venderla. Este tipo de estructuras hipotecarias genera una exposición grande del prestamista al valor de la vivienda. Para una mayor explicación de cómo funcionan estas hipotecas, vease Gary B. Gorton. *op. cit.*

20. Seguro de crédito a la vivienda, garantía de pago por incumplimiento, garantía de pago oportuno, líneas de crédito parciales, y coberturas totales (*full wrap*), entre otras. Para mayor información sobre estos enaltecedores de crédito, véase <www.shf.gob.mx>.

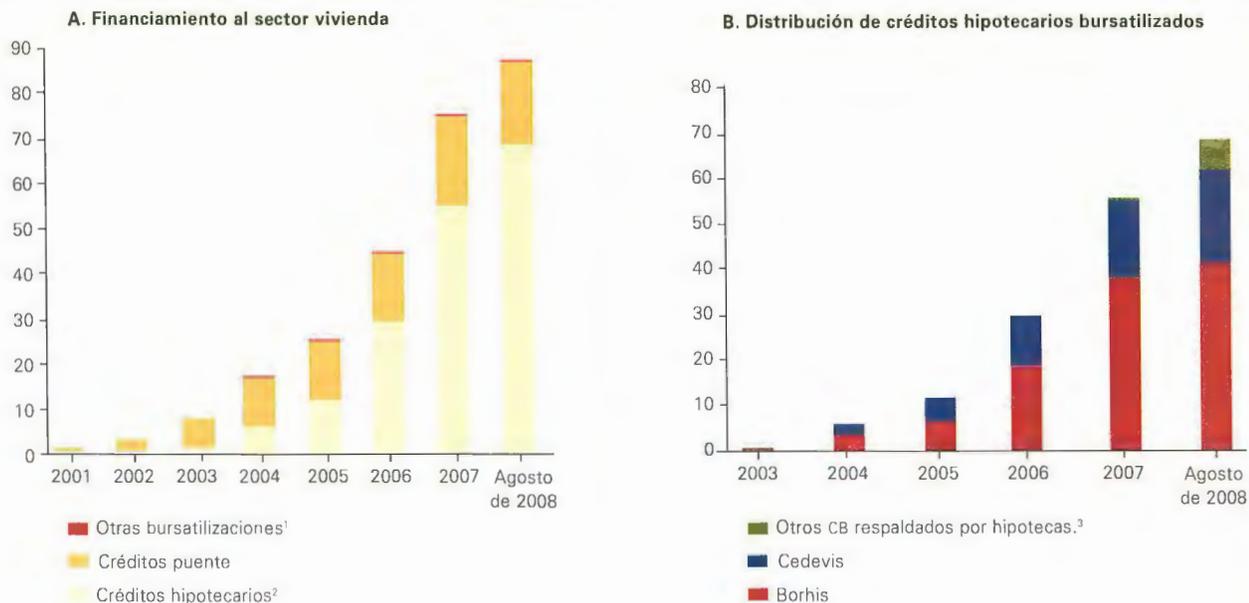
21. El programa del gobierno federal para promover el crecimiento y el empleo propone realizar "una inversión adicional por 53 000 millones de pesos para el próximo año, recursos que serían destinados a la construcción de obras de infraestructura energética, carretera, ferroviaria, educativa, de salud de seguridad, hidroagrícola, de vivienda, así como infraestructura deportiva, cultural y turística". Fuente: <www.presidencia.gob.mx>.

El estado actual de la vivienda en México 2007, SHF, México, 2007

17. Cifras para marzo de 2008, obtenidas con información de Securities Industry and Financial Markets Association <www.sifma.gov>, Bureau of Economic Analysis <www.bea.gov> y Freddie Mac <www.freddiemac.com>.

16. Sociedad Hipotecaria Federal y Fundación Centro Investigación y Documentación de la Casa,

BURSATILIZACIÓN DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS Y PUENTE, SALDO EN CIRCULACIÓN (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 2007)



1. Incluye estructuras de bursatilizaciones distintas al crédito hipotecario y puente (por ejemplo, betacb y geocb bursatilizan rentas y derechos por cobrar, respectivamente).

2. Incluye borhis, certificados de desarrollo de vivienda y otros certificados bursátiles respaldados por hipotecas (bonhito y Deutsche Bank).

3. Bursatilizaciones respaldadas por hipotecas no consideradas por la SHF como bonos respaldados por hipotecas. Incluye bonhito y Deutsche Bank.

Fuente: Sociedad Hipotecaria Federal e indicadores bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores.

infraestructura pública. Si este gasto gubernamental beneficia a las empresas que emiten deuda corporativa, el mercado de aquella también se beneficiará.

No obstante sus fortalezas, es de esperarse que México resentirá los efectos de la crisis financiera mundial. Por un lado, en el mercado actual hay aversión a los productos estructurados, más allá de las bursatilizaciones respaldadas por hipotecas *subprime*; esto se debe a la fuerte incertidumbre en el mercado de reportos,²² generada por la información y las expectativas asimétricas entre los agentes. Gorton sostiene que muchos valores estructurados se utilizan como colaterales en las ope-

raciones de reportos, las cuales son muy importantes para obtener liquidez entre los participantes del mercado financiero. A raíz de la crisis de las hipotecas *subprime*, las instituciones financieras negociadoras de reportos comenzaron a rechazar como colaterales los activos estructurados con hipotecas *subprime*, paralizando esta parte del mercado. Lo anterior se debe a que la información sobre las hipotecas *subprime* y los valores financieros derivados de estas hipotecas no fluía con rapidez a los participantes del mercado (información asimétrica), por lo que inspiró una desconfianza muy grande sobre estos activos (grandes riesgos de selección adversa²³).

Esta situación debería haberse circunscrito a los productos *subprime*; sin embargo, se generalizó a todos los productos estructurados, no sólo por la incertidumbre en la información. Con ello se crearon expectativas asimétricas²⁴ entre los negociadores de reportos y los tenedores de los productos estructurados; los primeros tenían expectativas totalmente desfavorables sobre los productos financieros estructurados (expectativas de pérdidas basadas en la experiencia de los productos *subprime*), mientras los segundos confiaban en sus carteras (expectativas de ganancia).

[Los] negociadores de reportos mencionaron que había incertidumbre en si creer en las

22. Un reporto es una operación en la que el prestatario vende sus activos por efectivo a un prestatario y formalizan un acuerdo de recompra de los valores (por el prestatario) a una fecha posterior por más efectivo. Esta operación se realiza a descuento.

23. Para mayores referencias a los conceptos de información asimétrica y selección adversa, véase J. Stiglitz y A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4, 1978, pp. 393-411.

24. Para una explicación del papel que desempeñan las expectativas asimétricas en los mercados financieros véase Martin H. Wolfson, "A Post Keynesian Theory of Credit Rationing", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 23, núm. 4, primavera de 2004, pp. 443-470.

calificaciones crediticias de estos productos estructurados, y en un ambiente que cambia muy rápido, la respuesta (de los negociadores) fue recular en la aceptación de cualquier cosa estructurada. Si nadie acepta productos estructurados para reporto, entonces estos bonos no pueden ser negociados.²⁵

Esta situación dio como resultado el rechazo de los inversionistas a los productos estructurados.

Es muy probable que el contagio entre productos en Estados Unidos se transmita y reproduzca entre mercados de distintas naciones, no sólo por la actual aversión a productos estructurados, sino por los riesgos derivados de la actual crisis financiera (riesgo de recesión económica mundial,²⁶ cambiarios, etcétera).

Todo lo anterior se traducirá en México en tasas de interés más altas, pues las nuevas emisiones deberán ofrecer rendimientos superiores a los actuales para compensar los mayores riesgos percibidos por el mercado. Al menos en los certificados bursátiles de corto plazo esta tendencia es notable, como se advierte en el cuadro 2, ya que la tasa base de referencia se ha incrementado y los rendimientos sobre la misma también.

Lo anterior repercutirá en el mediano plazo en el financiamiento para la construcción y compra de vivienda, debido a las presiones al alza sobre la tasa de crédito hipotecario (por la exigencia de mayores rendimientos), lo que se traduciría en un menor otorgamiento de créditos hipotecarios. A su vez esto deprimirá las expectativas de la demanda por vivienda, lo que hará más difícil que los desarrolladores de vivienda se financien, de lo que depende su crecimiento.

En esta situación, muchos inversionistas extranjeros se retirarán del mercado mexi-

cano, buscando activos que los aislen de la actual crisis financiera mundial, lo que generará menor demanda por deuda corporativa. Por tanto, se encarecerán más el fondeo y el financiamiento mediante el uso de certificados bursátiles.

Cuarto, es probable que disminuyan las emisiones de deuda corporativa en todas sus presentaciones,²⁷ pues las condiciones del mercado no serán propicias para el financiamiento. Es de esperarse que las emisiones no crecerán de modo espectacular como lo hicieron en el período 2001-2008.

Quinto, la crisis financiera internacional afectará a todas las empresas del mercado de deuda corporativa de México, no sólo por canales financieros, sino monetarios y de la actividad económica. La crisis financiera en Estados Unidos, al trasladarse a ésta, generará una reducción en sus importaciones, y por tanto menores exportaciones e ingresos para las empresas mexicanas. De igual manera, la devaluación del peso desestabilizará las finanzas de las compañías endeudadas en dólares, al incrementar el costo de sus obligaciones y los recursos necesarios para cubrirlas. Lo anterior repercutirá de manera adversa en toda la economía mexicana, mermando la emisión de deuda corporativa en todas sus presentaciones.

En suma, por sus características, el mercado mexicano de deuda corporativa (y de bursatilizaciones hipotecarias) no constituye una fuente de problemas económicos para el país, y el apoyo y la participación gubernamental le dan estabilidad. Sin embargo, las condiciones de la economía mundial restringirán el mercado mexicano y con ello el financiamiento y el fondeo tanto del consumo como de la inversión.

Conclusiones

El mercado de deuda corporativa en México ha tenido altibajos durante su historia, y no fue sino hasta principios de este decenio que las condiciones económicas favorables y la aparición del certificado bursátil favorecieron este mercado y su diversificación en cuanto a plazos, participantes y estructuras. Las características institucionales del certificado bursátil lo convirtieron en el instrumento más usado, el cual promovió la bursatilización de activos, que ha ayudado a incrementar el financiamiento y el fondeo en México.

El mercado de deuda corporativa en México y las bursatilizaciones tienen características distintas de las que originaron la crisis en Estados Unidos, por lo que no representan riesgos para la economía nacional.

No obstante, la aversión entre los inversionistas internacionales por los productos estructurados, generada básicamente por la información y las expectativas asimétricas, desalentará el mercado de deuda corporativa nacional, sobre todo la bursatilización de activos.

Una medida, de muchas que podrían ayudar a mitigar los efectos negativos de la crisis financiera internacional en el mercado nacional es que los emisores, la BMV y el gobierno difundan entre los inversionistas que los productos disponibles en México son muy diferentes a los de Estados Unidos, y que por ello no corren el mismo riesgo. En otras palabras, divulgar que en México no tienen problemas de información asimétrica como los que se padecen en Estados Unidos.

Por último, lo ideal es que las autoridades mexicanas analicen todas las causas que llevaron a la crisis financiera en Estados Unidos y tomen medidas para evitar que ocurra en México, pues de uno u otro modo la manera de financiar y fondear la vivienda copia el modelo de Estados Unidos, basado en el mercado de capitales. 

25. Gary B. Gorton, *op. cit.*, p. 26.

26. Al respecto, Fitch Ratings publicó un informe especial (*Global Economic Outlook*, Nueva York, noviembre de 2008, p. 15) en el cual pronosticó una recesión grave.

27. En la actualidad no hay señales de desaceleración en la colocación de CB ni de bursatilizaciones, lo que es probable que se deba a que muchas de las actuales colocaciones pertenecen a programas previamente autorizados y que se encuentran en proceso de desarrollo. Es de esperarse que los efectos de la crisis se manifiesten en el curso de 2009.