



Hasta hace algunos años parecía que el mercado público de deuda en México había tenido una evolución errática; sin embargo, los analistas opinan que estos mercados a escala nacional e internacional se irán recuperando gradualmente.

Por Alberto Jones Tamayo.

Presidente del Comité Nacional de Finanzas Corporativas del IMEF y Director General de Moody's de México.

El mercado público de deuda en México ha tenido una evolución errática ya que no es sino hasta hace algunos años que se detonó de manera exponencial su crecimiento y diversificación. Hasta fines del siglo XX tanto el número de emisores de deuda, excluyendo al gobierno

y a los bancos (es decir empresas industriales y de servicios, instituciones financieras no bancarias, gobiernos estatales y carreteras de cuota por ejemplo) como las emisiones mismas, eran contados y no similares. Había algunas colocaciones de tamaño importante al mismo tiempo que pequeñas empresas emitían montos menores entre unos cuantos. Consideremos que en 2001 el valor de deuda emitido en ese año era de poco más de 14 mil millones de pesos; dicho monto más que se

duplicó al siguiente año para alcanzar casi 39 mil millones de pesos y se podría decir que el verdadero despegue del mercado fue en 2004 cuando se alcanzó poco más de 140 mil millones de pesos.

Desde entonces hasta 2014 casi todos los años el monto ha aumentado con algunas excepciones,

como fue 2014, cuando se colocaron alrededor de 271 mil millones de pesos, monto menor al pico que tuvo este mercado en 2013 cuando el valor emitido fue de poco más de 287 mil millones de pesos.

Algunos aspectos que pueden explicar el crecimiento significativo del mercado de deuda en México durante la última década incluyen:



Fecha 21.03.2015	Sección Revista	Página 40-45
----------------------------	---------------------------	------------------------

a. La calificación de grado de inversión otorgada por Moody's a la deuda soberana del gobierno federal mexicano en el año 2000, que fue seguida tiempo después por las otras calificadoras.

b. Las emisiones de deuda del gobierno mexicano, que de manera creciente salieron a plazos mayores a cinco años, permitiendo tener referencias de precio/tasa de interés para las empresas o bancos con los mejores niveles de riesgo crediticio y con tamaños de emisión significativos como América Móvil, Pemex, Televisa, etcétera. En otras palabras, se comenzó a construir una verdadera curva de rendimiento para los títulos de deuda del gobierno mexicana. Este esfuerzo tan importante ha continuado consistentemente para que ya desde

hace pocos años la deuda mexicana tenga una duración (plazo promedio) inclusive mayor al de la deuda soberana de los Estados Unidos de América.

c. El desarrollo del mercado de bursatilizaciones hipotecarias residenciales ("RMBS") que comenzó al principio de este siglo y que explotó entre los años 2005 y 2008.

d. El advenimiento de empresas que alcanzaron tamaños interesantes para poder acceder al mercado de inversionistas representado por las afores.

e. El crecimiento significativo del valor del patrimonio invertible de las afores –que hoy en día equivale aproximadamente a 150 mil millones de dólares o el 26% del valor total del mercado de deuda- que les permitió y demandó de ellas invertir en nuevos emisores con grado de inversión para diversificar sus carteras y no tener concentraciones.

f. El decremento gradual de las tasas de interés en México y especialmente la caída brusca de tasas a partir de la Crisis Financiera Global que comenzó a fines de 2008 y cuyos efectos en liquidez continuaban hasta nuestros días. ►

Producto de la crisis de las sofoles hipotecarias, de no ser por las emisiones de Infonavit (Cedevivis) y del Fovissste (TFovis), las bursatilizaciones hipotecarias de bancos comerciales han sido escasas en comparación con los años previos a la gran crisis financiera global. Y aún en el caso de estas dos importantes instituciones de financiamiento a la vivienda, los montos de deuda colocados para fondear su cartera también han disminuido debido a la gran liquidez especialmente del Infonavit. El monto colocado de bursatilizaciones en general cayó de manera importante en 2014 al disminuir 40.5% respecto de 2013 para alcanzar 47 mil 500 millones de pesos. Las emisiones de deuda bancaria también disminuyeron durante este último año. El sector corporativo, en cambio, presentó un crecimiento positivo pero insuficiente para alcanzar a compensar la caída de estos dos menciona-

dos anteriormente y creció 19%, llegando a poco más de 170 mil millones en 2014.

El saldo total de instrumentos de deuda vigentes en México al cierre de 2014, incluyendo las emisiones del gobierno y las paraestatales fue de casi el equivalente a 565 mil millones de dólares. Comparando con el Producto Interno Bruto del país expresado también en dólares al tercer trimestre de 2014 de aproximadamente 1.2 billones de dólares (billones en español, millones de millones), el valor vigente entonces del mercado de deuda total nacional es aproximadamente 47% del PIB. Ello podría indicar una muy dinámica actividad en los

mercados de deuda mexicanos, sin embargo 78% del total lo representan las emisiones del gobierno federal tanto de largo como de corto plazo, incluyendo las emisiones del Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB) que en sí mismas equivalen a casi 11% del mercado.

En realidad, si bien el mercado de deuda colocada mediante la Bolsa Mexicana de Valores ha crecido significativamente los últimos 10 años, el valor emitido y vigente al cierre de 2014 equivale a tan sólo 22% del total. Este monto incluye también las emisiones de bancos tanto del sector público como del privado y equivalen a 7.9%. Por su parte las emisiones de deuda de las empresas del sector corporativo, que son crecientemente importantes en magnitud y diversificación, apenas representan un poco más (5.9%) que las emisiones de Pemex y CFE (5.4%), es decir alrededor de 486 mil millones de pesos, menos de la cuarta parte de los activos bajo administración de las afores (22%).

Lo anterior nos indica que si bien desde hace más o menos una década se ha dado un proceso gradual de desintermediación bancaria en el sentido de que las grandes empresas e instituciones financieras han podido financiarse crecientemente a través del mercado, existe aún una gran oportunidad para que más empresas e instituciones financieras recurran al mercado como una alternativa viable. Ciertamente el mercado tiene algunas importantes ventajas. De una parte y en general, ya que ha habido algunas excepciones, se puede colocar deuda a plazos considerablemente mayores a los que una transacción de préstamo bancario puede lograr y para montos muy grandes. De otra parte, las condiciones de precio, es decir la tasa de interés que en general paga un emisor en el mercado son mejores en general. En algunos casos logran colocar deuda casi al costo de fondeo de algunos bancos.

Fecha 21.03.2015	Sección Revista	Página 40-45
---------------------	--------------------	-----------------

En efecto el mercado público de deuda tiene ventajas tanto en México como en cualquier otro mercado, sin embargo también existen limitaciones. El mercado mexicano está principalmente enfocado en los inversionistas institucionales y de éstos en particular en las sociedades de inversión para el retiro o SIEFORES, quienes representan con mucho la más grande fuente de fondos para la colocación de instrumentos de deuda en México. Ello es positivo porque son inversionistas sofisticados que pueden analizar sus decisiones de compra con efectividad, sin embargo tienen algunas restricciones. Por ejemplo en términos de los niveles de riesgo de crédito que están permitidas o dispuestas a tomar en los instrumentos en que invierten, su foco está en las emisiones con grado de inversión es decir bonos con calificaciones crediticias de Aa3.mx/mxAA- o mayores. Al cierre de 2014 aproximadamente 92% del monto colocado tenía calificaciones en las Aa.mx/mxAA o Aaa.mx/mxAAA. Con esto se da un sesgo en el mercado para que en general se busque solamente estructurar y colocar emisiones con este tipo de calificaciones, lo cual deja prácticamente fuera a un número importante de emisores a los que por sus características especialmente de tamaño relativo, les es más difícil alcanzar mejores calificaciones.

Algunos otros aspectos que pueden desincentivar a emisores de menor tamaño relativo y que por lo tanto requieren colocar en el mercado montos de deuda que son también mucho menores, son por ejemplo los costos para salir al mercado que incluyen comisiones de registro en diversos organismos como la Bolsa Mexicana de Valores, que aun cuando han disminuido, tienen mínimos fijos que para emisiones relativamente pequeñas representan en términos del costo total de emisión a lo largo de los años de vida del instrumento, el equivalente a muchos más puntos básicos –a veces tomadas dichas comisiones en conjunto pueden llegar a representar hasta puntos porcentuales de la tasa interna de retorno/costo de la emisión, lo cual puede volver poco atractiva a la colocación de deuda en el mercado. En realidad, el mercado de valores de deuda tanto en México como en otros mercados desarrollados es adecuado para entidades, empresas o gobiernos o instituciones financieras de un tamaño importante, ya que los inversionistas institucionales requieren *tickets* (montos mínimos a invertir en una emisión) relativamente grandes, dados sus costos de analizar el riesgo y rendimiento mínimo que debe tener una emisión determinada y porque el tamaño de sus portafolios es también muy grande. ►

Otro elemento disuasivo adicional para no financiarse en el mercado público regulado y que afecta a algunas empresas que aún no son públicas, es decir no cotizan su capital accionario en el mercado de valores, es el nivel de revelación de información sensible hacia el gran público inversionista. Dichas revelaciones forman parte del prospecto escrito de la colocación donde se debe informar de todos los aspectos de la empresa emisora en cuestión incluyendo información respecto de sus principales accionistas y respecto de sus estados financieros que en muchos casos las empresas privadas (no públicas bajo la definición anterior) no desean divulgar para protegerse, desde su perspectiva, de competidores existentes o potenciales o por razones de seguridad.

La existencia de un mercado secundario de bonos de deuda es un factor importante para el desarrollo del mercado primario. Ello se debe a que en la medida de que los inversionistas tengan la seguridad de que podrán ajustar sus tenencias de uno u otro emisor o tipo de emisores cuando sus criterios o reglas de inversión así lo aconsejen,

habrá un mercado en el cual cerrará la venta en condiciones de una razonable liquidez. La buena noticia es que parte de este impresionante desarrollo del mercado de bonos en México lo constituye la gradual aparición

de un mercado secundario de deuda bursátil. Esto además contribuye a que las nuevas emisiones tengan un mejor o más preciso precio de salida en el mercado primario. Al poder mapear en un cuadrante todas las emisiones vigentes en un momento del tiempo en el mercado secundario, (por ejemplo con una misma calificación, digamos Aaa.mx/mxAAA), correspondientes a diversas empresas respecto del plazo de cada emisión medido en años y respecto de la sobre-tasa de interés que paga cada una de esas emisiones, los inversionistas entonces pueden tomar decisiones de compra en el mercado primario con un menor nivel de incertidumbre respecto de si están “pidiendo mucho” o “están dejando dinero en la mesa”. Con ello se beneficia el mercado en su conjunto y tienen, emisores (los vendedores del instrumento) e inversionistas (los compradores) mejores bases para negociar montos y precios.

La disciplina del gobierno mexicano desde hace más de 15 años para crear dos curvas de rendimiento para la deuda pública mexicana, una en pesos y otra en dólares ha permitido que no

Fecha 21.03.2015	Sección Revista	Página 40-45
---------------------	--------------------	-----------------

sólo en el mercado local de bonos sino también y especialmente en los mercados internacionales se cuenta con una curva larga para la deuda mexicana. Ello ha permitido que empresas como Televisa o Gruma, por mencionar algunas, hayan desde hace mucho tiempo sido exitosas en colocar bonos en los mercados internacionales a 30 años y perpetuos (sin fecha de vencimiento) respectivamente. La enorme liquidez que fue inyectada al mundo especialmente por los programas de rescate del gobierno estadounidense a bancos y grandes empresas durante la crisis financiera global de 2008-2009 llevó a que al bajar las tasas de interés de referencia significativamente también lo hicieran las tasas que pagarían empresas o gobiernos en otros países con mercados desarrollados. Este fue el caso de México sin duda, de manera que el número y variedad de las emisiones de Eurobonos o bonos internacionales tanto en dólares como inclusive en pesos u otras monedas, creció extraordinariamente los últimos cinco años. Por primera vez en la historia muchas empresas e instituciones financieras que hicieron un trabajo diligente con su estrategia de negocios y sus finanzas desde la firma del TLCAN, han conseguido colocar montos muy importantes en los mercados internacionales a costos menores a los que hubieran logrado en el mercado bancario local e internacional tradicionales para mismas condiciones de plazo. Muchas de ellas aun sin tener el grado de inversión, se han fondeado a tasas de interés y plazos que en el

mercado de deuda mexicano hubiera sido imposible conseguir, aun a tasas mayores ya que como veíamos, las afores primordialmente invierten en instrumentos con grado de inversión.

La crisis financiera trajo algunos beneficios importantes para que muchas empresas estén ya en el mapa de los inversionistas de largo plazo principalmente de Estados Unidos y Europa. Sin embargo hay algunos factores que en los últimos meses han generado niveles de incertidumbre y la consecuente elevación de la volatilidad en los precios de los bonos, de tal manera que tanto México como otros países estamos transitando por momentos donde los mercados internacionales y posiblemente el nacional también (que lleva una mínima actividad en lo que va de 2015) tienen dudas respecto donde deben estar los precios de los bonos en el contexto de la caída de los precios y la eventual alza de las tasas. Y esto sin mencionar otros factores de incertidumbre como el aterrizaje de la economía china o la situación de Rusia o los efectos que el nuevo gobierno griego puedan tener sobre la Eurozona. Con todo ello los mercados de deuda tanto nacional como internacional pasan por momentos de pausa que seguramente, como ha ocurrido en otras etapas, se irán recuperando gradualmente. Como conclusión, puede ser buena señal que la emisión de deuda de enero pasado del gobierno mexicano en los mercados globales se colocó con la menor tasa de interés de la historia de un bono mexicano. ■



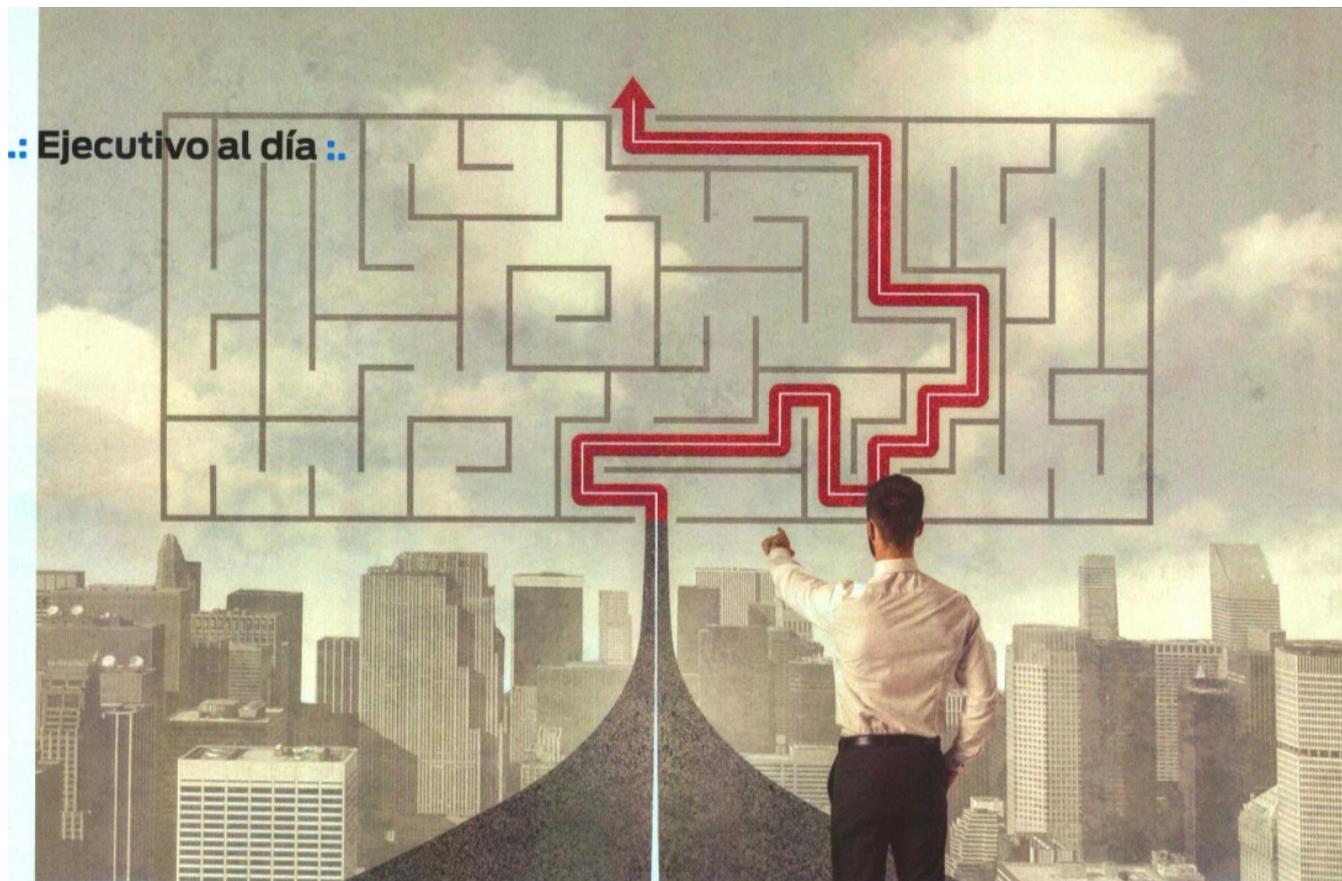
En 2001 el valor de deuda emitida en ese año era de poco más de 14 mil millones de pesos, monto que al siguiente año alcanzó casi 39 mil millones de pesos.



La crisis financiera trajo beneficios importantes para que muchas empresas estén en el mapa de los inversionistas de largo plazo de EU y Europa.



Continúa en siguiente hoja

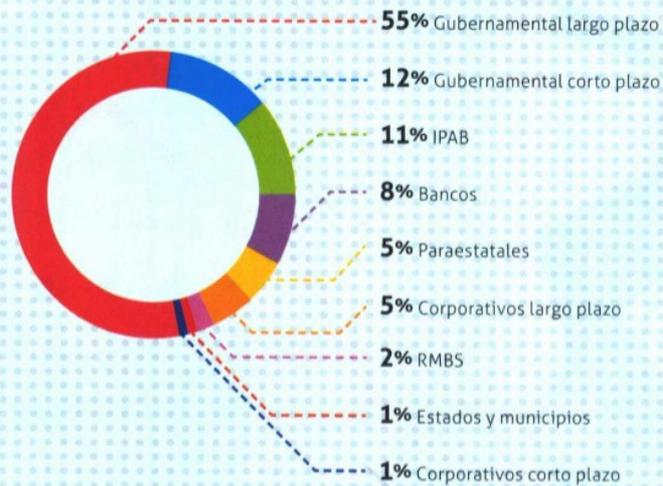


Continúa en siguiente hoja

COMPOSICIÓN

Mercado de valores de deuda 2014

(Porcentaje del saldo vigente al cierre de 2014)

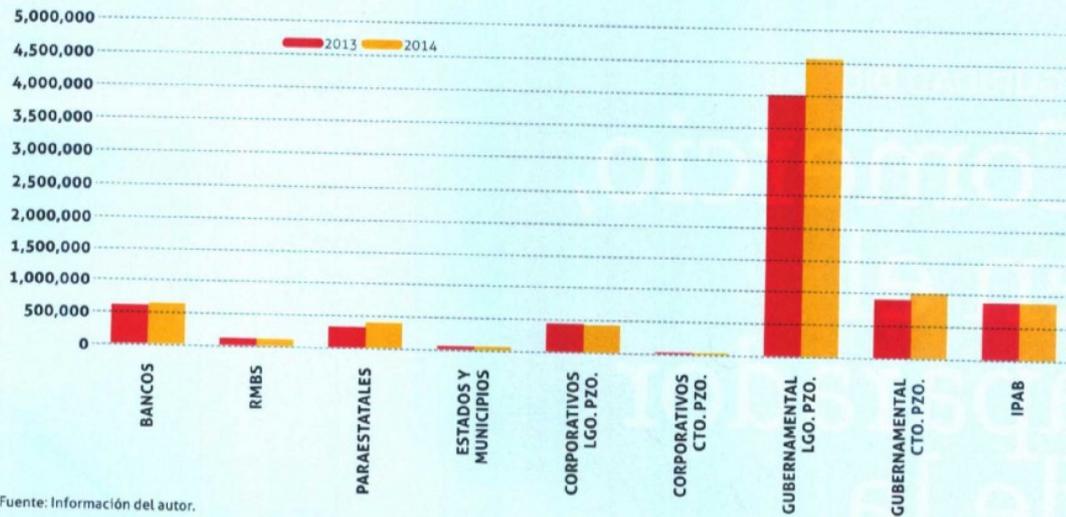


Fuente: Datos del autor.

VALOR DEL MERCADO

¿Quién da más?

Valor de mercado de deuda por tipo de emisor. Cifras en millones de pesos (saldo vigente).



Fuente: Información del autor.

