

Reducción de la vulnerabilidad financiera: el desarrollo del mercado interno de bonos gubernamentales en México¹

Hay amplia evidencia de que las múltiples iniciativas emprendidas por el Gobierno de México han contribuido con éxito al desarrollo del mercado interno de bonos gubernamentales. Este mercado ha crecido con rapidez y ha ampliado su estructura de vencimientos. Asimismo, la liquidez del mercado secundario y la eficiencia de las subastas del mercado primario han mejorado. A pesar de todos estos significativos avances, aún persiste cierta vulnerabilidad.

Clasificación JEL: E440, G180, H630, O160.

El mercado interno de bonos gubernamentales se ha expandido rápidamente en México desde mediados de los años 90, debido en parte al deliberado esfuerzo de las autoridades para desarrollar fuentes internas de financiamiento como una forma de reducir la dependencia del país en los flujos de capital externos. La salida abrupta de dichos capitales a finales de 1994, más conocida como la “crisis del tequila”, derivó en una profunda crisis económica y financiera para México, que alertó a las autoridades sobre la vulnerabilidad que lleva asociada la excesiva dependencia del financiamiento externo.

El Gobierno mexicano ha promovido el financiamiento a través del mercado interno mediante reformas estructurales y macroeconómicas encaminadas a fortalecer la demanda de deuda nacional, así como a través de la introducción de estrategias de gestión de deuda claramente definidas. Estas medidas han sido realmente exitosas y el Gobierno ha sido capaz de emitir una cantidad creciente de valores a interés fijo y ha desarrollado una curva de rendimientos a largo plazo, algo destacable en una región donde la deuda de corto plazo o indexada sigue siendo la norma general.

El presente artículo describe los esfuerzos de las autoridades para desarrollar el mercado interno de bonos gubernamentales y analiza su impacto en el volumen, composición y liquidez de la deuda del sector público. El

¹ Los puntos de vista expresados en este artículo son exclusivos de los autores y no corresponden a los expresados por el BPI y/o Banco de México. Los autores agradecen a Claudio Borio, Gregor Heinrich, Frank Packer, Camilo Tovar y William White sus comentarios y a Dimitrios Karampatos, Rodolfo Mitchell Cervera, Francisco Pérez Estrada, Michela Scatigna y Claudia Tapia Rangel su valiosa ayuda en la investigación.

artículo concluye con una valoración del progreso alcanzado hasta ahora y señala algunos de los desafíos pendientes para el desarrollo del mercado.

La crisis del tequila induce una revisión de la política de gestión de la deuda

Los mercados locales de bonos han permanecido subdesarrollados durante buena parte de la historia moderna de México. Según los estudios de Burger y Warnock (2003) sobre economías de mercados emergentes, el pobre historial de inflación de México y la consecuente escasa credibilidad de su política monetaria hicieron prácticamente imposible para el Gobierno u otros emisores mexicanos colocar deuda de largo plazo en el mercado local. De hecho, las arraigadas expectativas de inflación implicaban que los participantes estaban dispuestos a prestar en moneda local únicamente a muy corto plazo o con rendimientos referenciados a la inflación, a las tasas de interés de corto plazo o al dólar americano. Por supuesto, estos inversionistas estaban dispuestos a prestar en moneda extranjera, principalmente en dólares americanos².

La crisis del tequila de finales de 1994 fue un buen ejemplo de los riesgos que entraña una gran dependencia de valores indexados al dólar. El comienzo de la década de los 90 se caracterizó no sólo por una apreciación sustancial del peso mexicano, sino también por un importante deterioro de la cuenta corriente del país a pesar de las mejoras en las finanzas del sector público (Agenor y Montiel (1999)). El acelerado crecimiento de las obligaciones externas mexicanas generó un temor creciente entre los inversionistas a que el país pudiese devaluar y/o incumplir sus obligaciones. En el transcurso de 1994, los inversionistas se mostraron más reticentes a renovar sus posiciones en cetes de corto plazo denominados en pesos, optando en cambio por invertir en bonos de corto plazo indexados al dólar (tesobonos). Aunque esto dio un respiro al Gobierno durante algún tiempo, el corto plazo de la deuda en circulación implicó que el giro hacia los tesobonos se realizara con enorme rapidez. Mientras que a principios de 1994 los tesobonos representaban tan sólo el 4% de la deuda interna, a finales de ese mismo año ya acaparaban la mayor parte de la misma. El abandono repentino de la inversión extranjera en el mercado interno a finales de 1994 y la fuerte caída del peso mexicano resultaron en un crecimiento exponencial del valor en pesos de la deuda pública indexada al dólar, lo que añadió una dimensión fiscal a la crisis externa. Además, la retirada de la inversión extranjera produjo una severa inestabilidad financiera, seguida de una prolongada recesión.

La crisis del tequila demostró que, a pesar de los logros anteriores del Gobierno mexicano en materia fiscal, la débil estructura de su deuda lo hizo

La crisis del tequila ejemplifica los riesgos por depender de deuda indexada...

...y fomenta esfuerzos para desarrollar el mercado interno

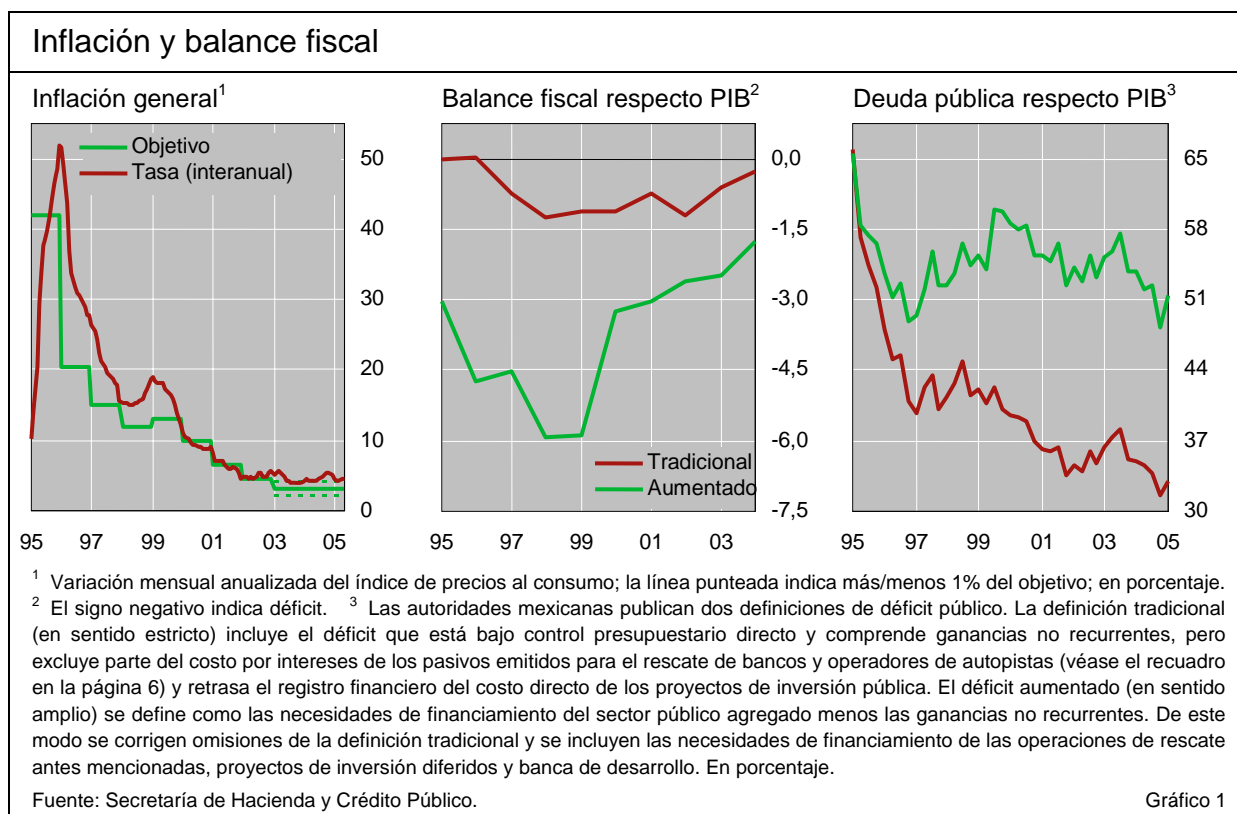
² La incapacidad de un país para obtener recursos de largo plazo en el mercado nacional y/o en su propia moneda en el exterior se conoce como "pecado original" (Eichengreen et al (2003)). Los impulsores de esta hipótesis argumentan que esta condición incrementa la vulnerabilidad del país, ya que la acumulación de pasivos externos por los sectores público o privado dificulta el servicio de sus obligaciones cuando su moneda se deprecia. A su vez, esta exposición reduce la disposición de los no residentes a financiar a estos países, hace el financiamiento más sensible a condiciones económicas adversas y limita el campo de acción de las autoridades (Goldstein y Turner (2004) y Borio y Packer (2004)).

vulnerable a una súbita contracción de la inversión extranjera. Desde entonces, para reducir su dependencia al financiamiento externo de corto plazo, el Gobierno ha realizado importantes esfuerzos a fin de desarrollar un mercado interno de bonos que fuera viable³. La mayoría de estos esfuerzos se ha orientado hacia la mejora de las condiciones de oferta y demanda de la deuda gubernamental, aspectos ambos que se analizan a continuación.

Fortalecimiento de la demanda de deuda pública

La demanda de deuda gubernamental incentivada por una estable coyuntura macroeconómica...

Uno de los objetivos del Gobierno para desarrollar el mercado interno de bonos ha sido mejorar las condiciones de la demanda para sus títulos de deuda. De hecho, el incremento en la demanda ha sido una de las principales consecuencias de la estabilidad macroeconómica alcanzada desde mediados de los 90. La política monetaria del Banco de México ha propiciado una reducción sostenida de la inflación, desde el 52% registrado en 1995 hasta niveles ligeramente inferiores al 5% en 2004 (véase el Gráfico 1). Al mismo tiempo, el Gobierno ha logrado alcanzar sus metas de reducción del déficit fiscal en sentido estricto⁴.



³ Para saber más sobre estas medidas iniciales, véase Sidaoui (2002).

⁴ Aunque las mejoras en el déficit público en sentido más amplio han sido más lentas de lo esperado, el progreso ha sido considerable (Banco de México (2004)).

Otro elemento clave para incentivar la demanda de deuda gubernamental ha sido la transformación de la inversión institucional. En 1997, el Gobierno llevó a cabo una profunda reforma de su sistema de pensiones para trabajadores del sector privado —los del sector público quedaron al margen—, que reemplazaba el esquema anterior de prestaciones definidas por un plan obligatorio de contribución definida financiado en su totalidad por cuentas individuales, que son administradas por entidades privadas conocidas como Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES). Este nuevo sistema de pensiones ha crecido con rapidez desde su concepción, partiendo de una cantidad de activos prácticamente nula en 1997 hasta alcanzar los 470.000 millones de pesos a finales de 2004 —es decir, el 6,5% del PIB—, de los que cerca de 400.000 están invertidos en bonos gubernamentales.

...por la reforma de la inversión institucional...

A finales de 1998 se fundó el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), especializado en el intercambio de derivados sobre activos financieros. La negociación en instrumentos de renta fija se ha desarrollado rápidamente, aunque prácticamente la totalidad de las transacciones corresponde a operaciones con contratos sobre la tasa TIIE (tasa de interés interbancaria de equilibrio) a 28 días. No obstante, esta actividad sobre tasas de corto plazo parece haber beneficiado al segmento más largo de la curva de rendimientos, toda vez que los contratos de corto plazo han sido utilizados para la cobertura y valoración de *swaps* de tasas de interés a más largo plazo.

...por la implantación de la negociación con derivados...

En el año 2000, el Gobierno federal adoptó una nueva ley para quiebras que permite a los tenedores de garantías sobre *repos* liquidar sus posiciones por adelantado compensando sus derechos con sus obligaciones cuando la contraparte incurra en incumplimiento. La nueva ley mejora la anterior legislación concursal, que exigía que los participantes del mercado liquidaran primero sus obligaciones para posteriormente cobrar el dinero derivado de los procedimientos de quiebra. En 2003 y 2004, el Gobierno emitió nuevas regulaciones para el mercado de *repos* y el préstamo de valores, que se espera también incentiven la demanda local y extranjera de deuda pública.

...y por la mayor certitud legal para *repos*

Gestión de la oferta de deuda pública

Desde principios de la presente década, México ha seguido una clara estrategia de gestión de su deuda pública encaminada a mejorar y agilizar su oferta. Esta estrategia engloba cinco elementos principales: financiamiento interno de los déficits fiscales; alargamiento de la estructura de plazos de la deuda; desarrollo de una curva de rendimientos líquida; emisión de deuda más transparente y predecible; y medidas estructurales en aras de fortalecer el mercado de deuda gubernamental.

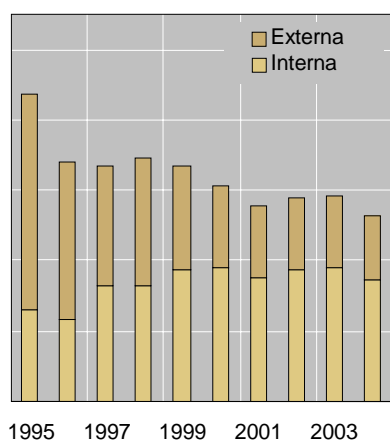
México está siguiendo una estrategia clara para su deuda...

Para cumplir con el primero de estos objetivos, el Gobierno federal comenzó a enfocar el financiamiento de su déficit fiscal hacia el mercado interno y a disminuir la exposición del país a la deuda externa (véase el Gráfico 2). Desde 2001, todo el déficit fiscal se financia internamente. En 2004, se reembolsaron 1.800 millones USD de deuda externa mediante préstamos locales, cantidad muy superior a los 500 millones USD que se había propuesto

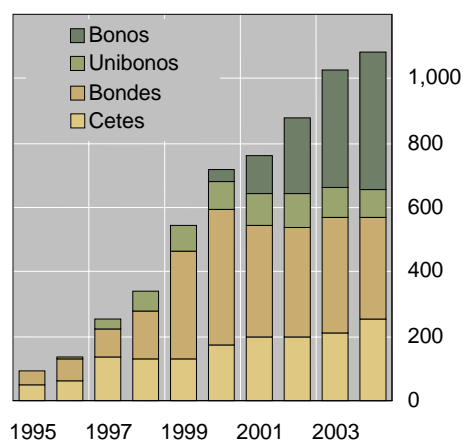
...que incluye un cambio hacia la financiación interna...

Deuda del gobierno federal mexicano

Deuda sector público tradicional¹



Deuda interna negociable en circulación²



¹ Deuda total neta del sector público en porcentaje del PIB. ² En miles de millones de pesos. Para saber más sobre los conceptos de deuda pública, véase el recuadro en la página 6.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 2

reducir el Gobierno federal ese año. Así pues, el componente interno de la deuda pública en sentido estricto alcanzó el 65% al cierre de 2004, comparado con el 30% de finales de 1995.

Desde el año 2000, el Gobierno también ha buscado reducir el riesgo de refinanciamiento mediante el alargamiento gradual de la estructura de plazos de su deuda, prolongando el vencimiento de la deuda indexada a tasas de interés de corto plazo y a la inflación y lanzando emisiones de bonos a interés fijo. Estos últimos, con vencimientos a tres y cinco años, se emitieron por primera vez en 2000, seguidos de bonos a 10 años en 2001, a siete años en 2002 y a 20 años en 2003. El programa de colocación de deuda pública para 2005 subraya que las necesidades netas de financiamiento del Gobierno federal seguirán cubriéndose esencialmente con valores de largo plazo a interés fijo.

El Gobierno ha adoptado otra serie de medidas para incrementar la liquidez en el mercado secundario. En particular, ha relanzado con frecuencia un pequeño número de emisiones de referencia de modo que cada una de ellas alcance un grado de liquidez aceptable. Para evitar una excesiva concentración de vencimientos en determinadas fechas, el Gobierno adoptó una estrategia activa de gestión de pasivos, anunciando recientemente un programa para intercambiar bonos de corto plazo por bonos de largo. Con este programa se espera reducir el riesgo de refinanciamiento y el impacto de las grandes amortizaciones de deuda sobre la liquidez del mercado.

La certitud y la transparencia son también dos de los ejes sobre los que gira la estrategia del Gobierno para la gestión de su deuda. El primer paso se dio en 2002 cuando el Gobierno renunció a su derecho de fijar un límite máximo a las tasas de interés a las que estaba dispuesto a aceptar ofertas en las subastas del mercado primario. Asimismo, desde 2004 el Gobierno publica su programa de colocación de deuda para todo el año, como un complemento

...el alargamiento de la estructura de plazos de su deuda...

...el desarrollo de liquidez en el mercado secundario...

...mayor transparencia en la gestión de la deuda...

Estructura del mercado de deuda interna del Gobierno federal de México

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

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

Principales valores del sector público mexicano

Valores emitidos por el Gobierno federal

Instrumento	Tipo de cupón	Plazo	Frecuencia de emisión	Total en circulación al cierre de 2000 ¹	Total en circulación al cierre de 2004 ¹
Certificados de la Tesorería de la Federación (cetes)	Cero	28, 91, 182 y 364 días	Semanal y mensual	182,7	257,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	Indexado a la tasa de cetes	5 años	Quincenal	416,5	310,5
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (udibonos)	Indexado a la tasa de inflación	10 años	Mensual	85,6	84,6
Bonos a Tasa Fija (bonos)	Fijo	3, 5, 7, 10 y 20 años	Mensual	33,3	427,9

Valores emitidos por otros emisores importantes del sector público

Instrumento	Tipo de cupón	Plazo	Frecuencia de emisión	Total en circulación al cierre 2000 ¹	Total en circulación al cierre de 2004 ¹
Bonos de Protección al Ahorro del IPAB (BPA)	Indexado a la tasa de cetes	3, 5 y 7 años	Semanal y quincenal	69,0	382,5
Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM)	Indexado a la tasa de fondeo	1 y 3 años	Semanal	22,0	232,9
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	Indexado a la tasa de inflación	20 y 30 años	Mensual	51,1	110,5

¹ En miles de millones de pesos.

Fuente: Programa de colocación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para el segundo trimestre de 2005.

más tarde al Gobierno federal una vez realizados los proyectos. Esta deuda está incluida en las estadísticas de la deuda federal.

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

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

El Banco de México ha sido también un participante importante en el mercado de deuda interna. Aunque tradicionalmente utilizaba bonos gubernamentales para incrementar o disminuir la liquidez en el sistema, a partir del año 2000 comenzó a emitir su propio papel, los Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM), con el fin de esterilizar el constante flujo de reservas internacionales de divisas. Los BREM son bonos indexados a una tasa interbancaria diaria y, a finales de 2004, el total en circulación ascendía a 233.000 millones de pesos mexicanos. Para el Banco de México, la esterilización a través de estos instrumentos le permite alcanzar mejor sus objetivos de política monetaria con menos distorsiones para el mercado de deuda gubernamental. Los BREM no se contabilizan en las estadísticas de deuda del sector público.

a la publicación trimestral de sus objetivos de subasta para cada tipo de título. Actualmente, el Gobierno emite un calendario trimestral de subastas donde especifica el volumen ofrecido para cada tipo de instrumento en cada subasta semanal, así como las emisiones concretas que se subastarán durante el trimestre.

...y una reforma estructural del mercado primario...

Además, el Gobierno ha reformado la estructura del mercado nacional de deuda. Con los años, las subastas primarias de valores gubernamentales se han ido abriendo a un mayor número de inversionistas, como fondos de pensiones (AFORES), fondos de inversión y compañías de seguros. El giro hacia una participación más equitativa en las pujas ha ido acompañado de mejoras en la plataforma electrónica de subastas del Banco de México, garantizando la publicación de los resultados en la media hora que sigue al término de la misma, frente a las cinco horas que tomaba en 1993.

...y del mercado secundario...

En el año 2000, el Gobierno federal introdujo la figura de creador de mercado para la deuda gubernamental, que está obligado a pujar por un volumen mínimo en las subastas primarias de valores, a mantener en todo momento cotizaciones de compra-venta para un mínimo de valores de renta fija en el mercado secundario y a mantener un tope sobre el diferencial de compra-venta (actualmente de 125 puntos básicos). A cambio de estas obligaciones, los creadores de mercado tienen derecho a participar en una subasta "*green shoe*"⁵ que se lleva a cabo tras la subasta pública, a mantener reuniones periódicas con las autoridades federales encargadas del manejo de

⁵ En este tipo de subastas, el emisor ofrece una opción "*green shoe*" a sus suscriptores para emitir una cantidad adicional de valores a fin de cubrir cualquier posición corta que pudiera generarse en caso de un exceso de demanda. En el caso de México, los suscriptores pueden comprar hasta el 20% del volumen inicial subastado al precio promedio ponderado de la subasta.

la deuda y a acceder a la ventanilla de préstamo de valores del Banco de México.

La determinación de precios según las fuerzas de mercado es un elemento esencial para el desarrollo de mercados secundarios y para la valoración de las carteras de los intermediarios. En años recientes, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) han trabajado conjuntamente para asegurar el acceso fácil y diario de los participantes del mercado a los precios de los valores de renta fija. Estos esfuerzos derivaron en la creación de proveedores de precios privados, encargados de compilar la información generada por los corredores y difundirla al mayor número posible de agentes del mercado. Actualmente, la mayoría de intermediarios financieros están obligados a utilizar los servicios ofrecidos por estos profesionales autorizados.

...a la par de un fácil acceso a los precios de mercado...

En 2005, el Gobierno lanzó el Programa de Segregación de Cupones, cuyo objetivo es permitir a los participantes en el mercado de deuda pública segregar y reconstituir cualquier bono o udibono. La frecuente reapertura de emisiones gubernamentales con pago de cupón semestral permite un intercambio perfecto de los intereses de instrumentos con diferentes fechas de vencimiento. La disponibilidad de bonos cupón cero de largo plazo debiera interesar en especial a los inversionistas institucionales con horizontes de inversión largos, al tiempo que contribuiría a fortalecer la profundidad del mercado secundario.

...y el lanzamiento de un programa de segregación de valores

Evaluación de resultados

Existe amplia evidencia de que las iniciativas del Gobierno mexicano están alcanzando sus objetivos. El mercado interno de bonos gubernamentales ha crecido rápidamente, su estructura de vencimientos se ha extendido y la liquidez del mercado secundario ha mejorado. También hay indicios de que la reforma estructural del mercado primario ha repercutido en una mayor eficiencia.

Las políticas están alcanzando sus objetivos

El resultado más evidente de la nueva estrategia para la deuda pública ha sido el crecimiento acelerado de la emisión de deuda gubernamental negociable en el mercado interno en los últimos años, pasando de un total en circulación de 150.000 millones de pesos al inicio de la crisis del tequila en diciembre de 1994 (10% del PIB) a 1,08 billones de pesos al cierre de 2004 (14% del PIB). Cabe destacar que gran parte de este incremento en la segunda mitad de los años 90 se debió a la emisión de pasivos asociados con el rescate del sector bancario y de algunas grandes empresas del sector privado. No obstante, en los últimos años también ha sido importante la política hacia el financiamiento interno del déficit, combinada con el aumento de la inversión institucional interna y el regreso de inversionistas extranjeros al mercado nacional de deuda. Este último factor sobresale sobremanera si se considera que a mediados de la década de los 90 los inversionistas

El mercado interno ha crecido rápidamente

Destaca la mayor participación extranjera

Tenencias de deuda interna gubernamental mexicana

En porcentaje del total en circulación

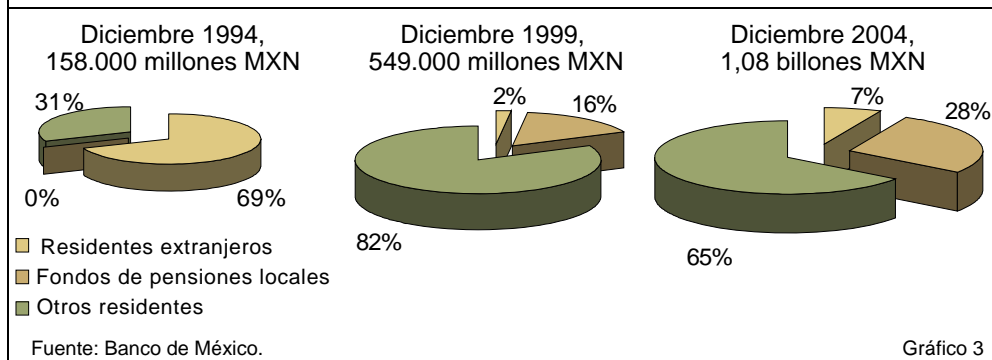


Gráfico 3

extranjeros habían abandonado en general el mercado mexicano (véase el Gráfico 3). Al cierre de 2004, éstos mantenían el 7% del total de la deuda interna gubernamental, frente al 2% de finales de 1999.

La estructura de vencimientos se ha extendido

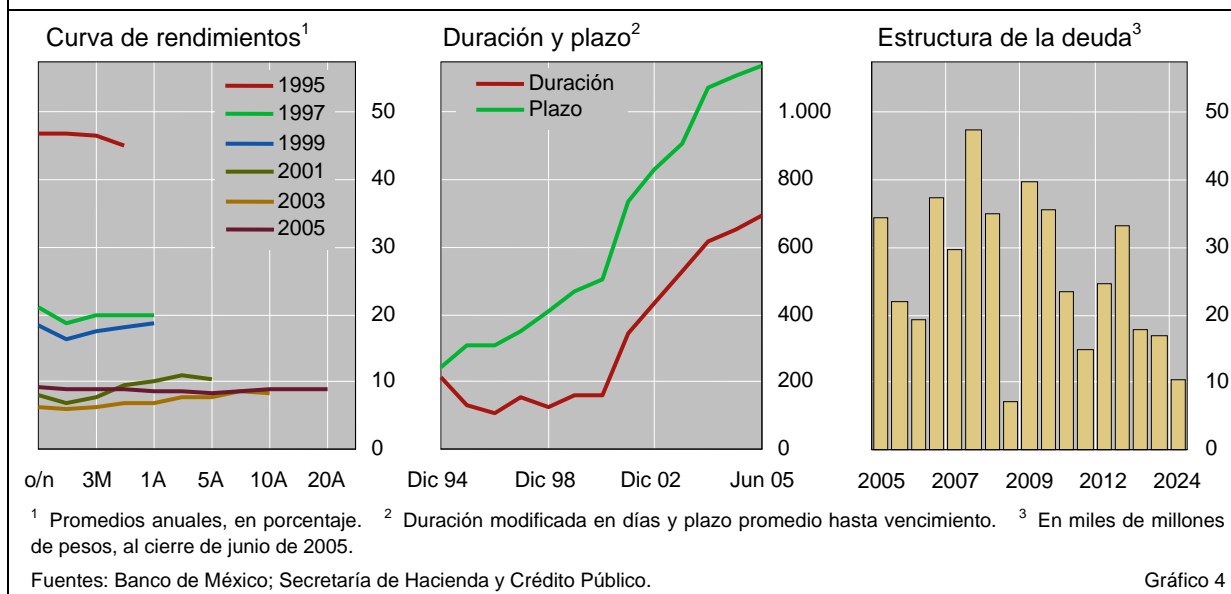
Otro avance importante ha sido la extensión de la estructura de vencimientos de la deuda pública (véase el Gráfico 4). A finales de 1995, la deuda interna en circulación consistía únicamente en instrumentos de corto plazo con vencimientos a un año o menos e instrumentos indexados a tasas de interés de corto plazo o a la inflación. Para finales de 2004, los bonos a interés fijo con vencimiento superior a un año representaban el 40% de la deuda total. Por consiguiente, el vencimiento promedio de los valores federales pasó de 288 días en 1995 a 1.070 días en 2004⁶. Un importante beneficio de la prolongación de vencimientos es que México es ahora menos vulnerable al riesgo de refinanciamiento. Según el Gobierno federal, a finales de 2004 el impacto que tendría un incremento de las tasas de interés para el costo de financiamiento del total de la deuda era aproximadamente un 40% menor que a finales de 2000 (Gil Díaz 2005).

Los inversionistas extranjeros se decantan por los bonos de largo plazo

El inicio de las emisiones a interés fijo en el año 2000 se realizó en un entorno de descensos en las tasas de referencia, lo que aseguró una recepción favorable por parte de los inversionistas. Llama la atención que mientras que el endurecimiento de las condiciones monetarias en 2004 impulsó a los fondos de pensiones mexicanos a buscar valores de baja duración, los inversionistas extranjeros parecieron adoptar la posición contraria, aumentando significativamente sus tenencias en bonos de largo plazo. Así, a finales de 2004 los inversionistas extranjeros mantenían el 54% y 84% respectivamente de los bonos a 10 y 20 años. Su creciente participación ha contribuido a desarrollar el segmento de largo plazo del mercado de bonos mexicano.

⁶ Nuevamente hay que subrayar que el progreso en el caso de la deuda pública en sentido más amplio ha sido algo menor. Los títulos negociables emitidos por el IPAB tienen vencimientos que oscilan entre tres y siete años, pero han solido estar indexados a la tasa de interés de corto plazo, por lo que su duración se ha mantenido baja (entre 30 y 50 días en 2004). Sin embargo, el vencimiento promedio de los valores emitidos por el FARAC ha sido considerablemente mayor, entre 20 y 30 años, todos ellos indexados a la inflación.

Rendimiento, duración y vencimiento de la deuda interna gubernamental mexicana



Las estadísticas del mercado secundario muestran un panorama bien distinto a lo largo del tiempo y de los diferentes instrumentos. Con todo, hay muestras de que los esfuerzos de las autoridades para mejorar la liquidez del mercado están comenzando a dar frutos.

Contraste con el panorama en el mercado secundario...

Aunque el volumen de negociación en el mercado secundario ha caído desde principios de la presente década, se ha debido en gran medida a factores temporales. Por un lado, la introducción del esquema de creadores de mercado en el año 2000 produjo en un principio un gran número de transacciones por parte de intermediarios que intentaban incrementar su puntuación; posteriormente, el patrón de actividad ha retornado a niveles más "normales". Otro factor negativo que redujo la demanda de los inversionistas fue el endurecimiento de las condiciones monetarias en 2004. A pesar de todo ello, la deuda interna pública mexicana se mantiene como la más negociada localmente de entre todos los países emergentes, según la Asociación de Intermediarios de Mercados Emergentes (EMTA (2005)).

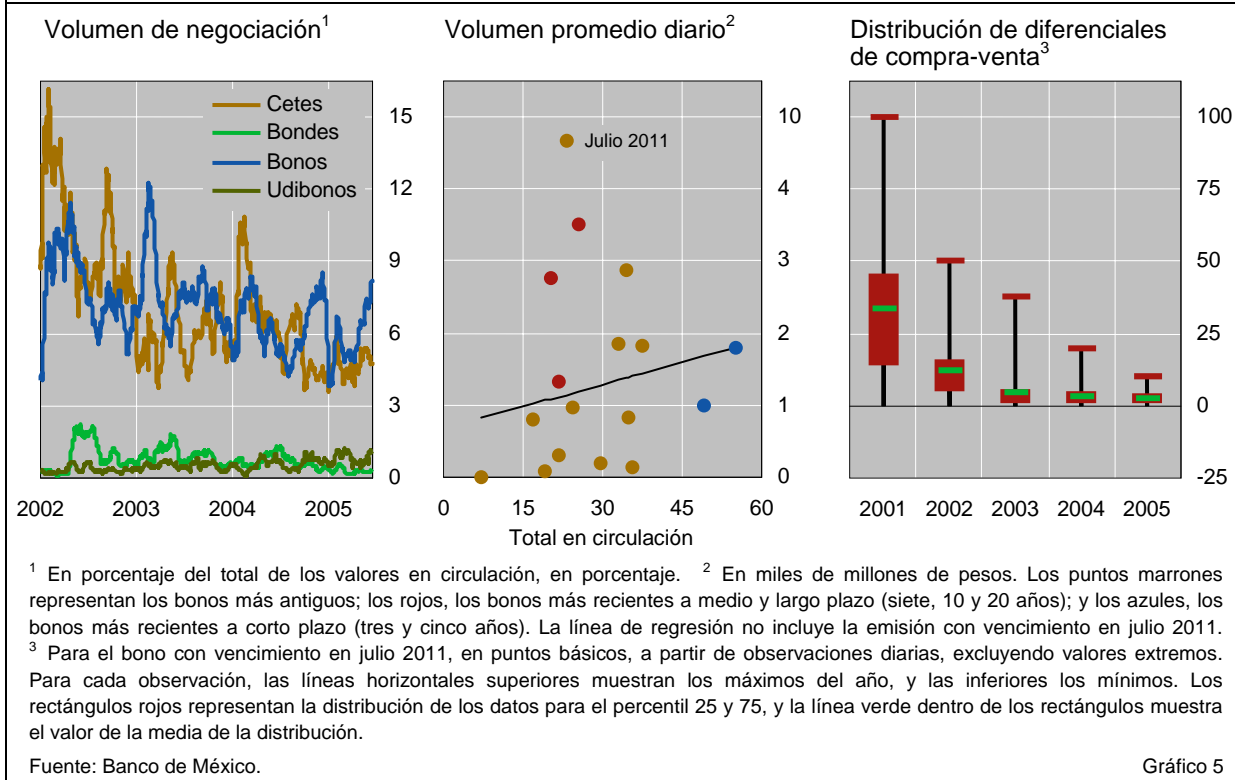
...donde el volumen de negociación disminuye...

El análisis de la actividad con cada uno de los instrumentos muestra que la contratación de bonos es alta pero, como suele ocurrir con los títulos indexados, la actividad en bondes y udibonos es limitada dado que los inversionistas institucionales tienden a mantenerlos hasta su vencimiento (véase el Gráfico 5). Además, la negociación no es igual en todas las emisiones de bonos, en vista de la gran popularidad de algunas de las emisiones más recientes. La notable concentración de operaciones con una emisión en concreto, la del bono con vencimiento en julio de 2011, resulta en cierto sentido sorprendente y refleja probablemente la preferencia de los intermediarios por valores exentos de impuestos⁷.

...y la actividad varía entre los diferentes instrumentos...

⁷ Los impuestos sobre las ganancias por intereses comenzaron a gravarse en enero de 2003, estando exentos los valores emitidos antes de esa fecha. El bono con vencimiento en julio de 2011 es el bono exento en circulación con mayor vencimiento.

Valores internos gubernamentales mexicanos: negociación en el mercado secundario y diferenciales de compra-venta



...aunque mejora la liquidez del mercado secundario...

A pesar de la irregular actividad en el mercado secundario para distintos vencimientos e instrumentos, hay evidencia de que la política de las autoridades de inyectar liquidez mediante el lanzamiento de emisiones *benchmark* cada vez mayores está dando resultado. El panel central del Gráfico 5 muestra una relación positiva, aunque débil, entre el total de valores en circulación y el volumen de operación. Además, como indica el panel derecho de ese mismo gráfico, se percibe una mejora en la liquidez del mercado secundario: los diferenciales entre los precios de compra y venta para emisiones de referencia han descendido significativamente desde la introducción de títulos de largo plazo. En concreto, se observa una pronunciada reducción de estos diferenciales para el bono con vencimiento en julio de 2011, junto a una menor variación.

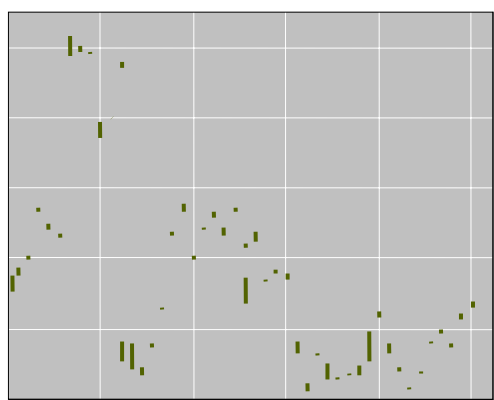
Esta misma evolución también se percibe en otros valores de largo plazo. En el caso de las emisiones más recientes, con diferenciales en el precio de compra y de venta de entre 3 y 10 puntos básicos en el mercado interbancario, los participantes pueden encontrar en general posibilidades de aumentar o deshacer sus posiciones a precios razonables. A su vez, la mayor liquidez en el mercado secundario ha reducido la prima por riesgo para los inversionistas, contribuyendo con ello a abaratar el financiamiento del Gobierno.

...y aumenta la eficiencia en el mercado primario

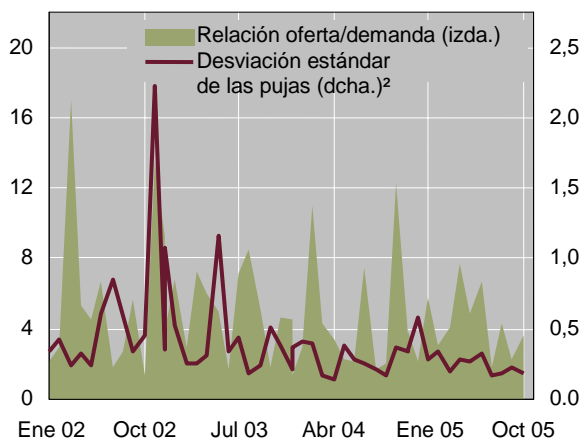
Mientras tanto, las medidas destinadas al mercado primario también parecen haber mejorado su eficiencia. Al contrario que durante la segunda mitad de los años 90, actualmente se ha disipado la incertidumbre en torno a

Valores internos gubernamentales mexicanos: precios del mercado primario y coeficiente de cobertura

Diferencial precio máximo-mínimo durante la subasta^{1,2}



Relación oferta/demanda



Ene 02 Oct 02 Jul 03 Abr 04 Ene 05 Oct 05

Ene 02 Oct 02 Jul 03 Abr 04 Ene 05 Oct 05

¹ Datos referidos a la subasta de valores a tres años. Cada línea vertical representa la dispersión de las pujas recibidas durante la subasta primaria, mientras que los puntos representan los precios asignados. ² En pesos.

Fuente: Banco de México.

Gráfico 6

la cantidad a subastar en el mercado primario y a los efectos del techo a las tasas de interés. Como resultado, los precios máximo y mínimo de las pujas en la subasta primaria han seguido una tendencia descendente en los últimos años, al igual que ha ocurrido con su dispersión (véase el Gráfico 6). De este modo, se ha reducido la prima por riesgo para los intermediarios en esta subasta, alentando así su participación.

Logros y retos por delante

México ha progresado substancialmente en el desarrollo de su mercado local de bonos gubernamentales, lo que debería ayudar a mitigar las tensiones tanto económicas como financieras frente a posibles choques externos. En particular, el abandono de los títulos indexados al dólar ha eliminado una fuente potencial de vulnerabilidad para las cuentas fiscales, mientras que el uso de pasivos a largo plazo ha ayudado a reducir los riesgos de refinanciamiento. Además, el desarrollo del mercado de deuda local ha permitido mejorar la liquidez del mercado secundario, posibilitando a su vez un financiamiento más barato para el Gobierno. Asimismo, la mayor eficiencia del mercado primario está contribuyendo a reducir la prima por riesgo para los intermediarios.

A pesar de los logros alcanzados, aún hay margen para seguir mejorando. El mercado interno continúa expuesto a un significativo riesgo de refinanciamiento, ya que los valores de corto plazo e indexados siguen sumando el 60% del total de la deuda. Es más, la liquidez del mercado secundario permanece subdesarrollada para cierto tipo de títulos, particularmente los indexados. La amplia variedad de instrumentos del sector público disponibles en el mercado nacional sugiere que, con medidas

destinadas a incrementar la consolidación entre todos los instrumentos, podría incrementarse la liquidez.

Una cuestión por resolver es si el regreso de los inversionistas extranjeros al mercado local obedece a las reformas económicas y estructurales llevadas a cabo por el Gobierno mexicano en la última década o bien refleja básicamente su mayor preferencia por activos de cierto riesgo. Estos inversionistas han aumentado recientemente su exposición a una gran variedad de activos de economías de mercado emergentes, incluidos países que apenas han avanzado en sus reformas macroeconómicas y estructurales. Así pues, unas condiciones menos favorables en los mercados mundiales de renta fija podrían poner a prueba la solidez de los logros alcanzados en México hasta ahora.

Referencias

Agenor, P R y P J Montiel (1999): *Development macroeconomics*.

Banco de México (2004): *Reporte Anual*.

Borio, C E V y F Packer (2004): "Assessing new perspectives on country risk", *BPI Quarterly Review*, diciembre, pp 47–65.

Burger, J D y F E Warnock (2003): "Diversification, original sin and international bond portfolios", *International Finance Discussion Papers*, n° 755, Federal Reserve Board, abril.

Eichengreen, B, R Hausmann y U Panizza (2003): "Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters", *NBER Working Papers*, n° 10036, octubre.

Emerging Markets Traders Association (2005): *2004 Annual Debt Trading Volume Survey*, febrero.

Gil Diaz, F (2005): *The development of local markets: the Mexican case*, presentation made to the Latin American Borrowers and Investors Forum, Miami, mayo.

Goldstein, M y P Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2002): *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002–2006 (PRONAFIDE)*.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2004): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, cuarto trimestre de 2004.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2005): *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, primer trimestre de 2005.

Sidaoui, J J (2002): "The role of the central bank in developing debt markets in Mexico", *BPI Papers*, n° 11, junio.