

Editorial

La importancia del comercio electrónico

Nancy Patricia Maldonado Ibarra
página 1

*Mercado de deuda bursátil, opción de
financiamiento para estados y municipios*

Marcela Andrade Martínez
Alfredo Gómez Garza
Humberto Panti Garza
página 7

*Índice de precios al consumidor
correspondiente a enero y
febrero de 2003*
página 14

*Entorno
Económico*

Mercado de deuda bursátil, opción de financiamiento para estados y municipios

Marcela Andrade Martínez *

Alfredo Gómez Garza**

Humberto Panti Garza***

Fitch Ratings

Antecedentes

Las emisiones subnacionales han incrementado su participación en el mercado de deuda bursátil.

Cada emisión cuenta con una estructura jurídico-financiera que respalda el servicio de la deuda.

Se estima que el mercado continuará en ascenso; consolidándose como una opción de financiamiento para las entidades estatales y municipales en México

Un factor fundamental que hizo posible la incursión de estados y municipios en el mercado de deuda bursátil mexicano, fue el cambio en los requerimientos de capitalización bancaria establecidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en relación a la contratación de deuda a partir de abril de 2000 (deuda nueva) por dichas entidades, el Distrito Federal (DF) y los organismos descentralizados estatales y municipales. Por una parte, con el requisito de tener la calificación por 2 Agencias Calificadoras autorizadas, se pudo satisfacer un requerimiento esencial para realizar una emisión en el mercado de deuda bursátil mexicano. Adicionalmente, con la desaparición del esquema de “mandato” para respaldar la deuda nueva, se abrió la posibilidad de que las entidades pudieran llevar a cabo emisiones cuyo servicio de deuda se realiza a través de un Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago, constituyéndose éste en un mecanismo confiable para que los inversionistas en el mercado de valores, reciban sus pagos en forma oportuna de acuerdo al calendario previamente estipulado, situación que bajo el esquema de “mandato” era complicado lograr.

Las emisiones de gobiernos subnacionales, como las emisiones del mercado en general, se han visto alentadas durante estos últimos años por factores tales como: la estabilidad macroeconómica prevaleciente en el país; el crecimiento sostenido en la demanda de papel por parte de inversionistas institucionales como las sociedades de inversión de deuda, sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, y compañías de seguros; y la introducción del certificado bursátil como un instrumento de mayor flexibilidad que los entonces existentes.

* Directora del área de Finanzas Públicas de Fitch Ratings en la Cd. de México. Contador Público con Maestría en Finanzas, egresada del ITESM.

** Director del área de Finanzas Públicas de Fitch Ratings para Latinoamérica. Economista egresado de la Facultad de Economía de la UANL. Obtuvo una Maestría en Economía en la Universidad de Wisconsin y MBA en la Universidad de Columbia de Nueva York.

*** Director del área de Finanzas Públicas de Fitch Ratings en la Cd de Monterrey. Economista egresado del Tecnológico de Monterrey con Maestría en Finanzas realizada en la Universidad de Boston College y realizó un internado en la compañía “State Street” en la Cd. de Boston.

Desempeño del Mercado

A dos años de haber iniciado las emisiones de deuda de estados y municipios en nuestro país, este segmento de mercado se ha logrado consolidar como una opción viable de financiamiento para estas entidades.

En diciembre de 2001 se colocaron \$306.0 millones de pesos (mdp) en deuda subnacional, habiendo sido los pioneros en este mercado el Estado de Morelos y el Municipio de Aguascalientes, Ags.

Para el año siguiente se añadieron 5 participantes más: los Municipios de San Pedro Garza García, NL; Monterrey, NL; Zapopan, Jal y Guadalajara, Jal; y el Estado de México (Edomex); colocando en su totalidad \$2,609.7 mdp en 8 emisiones, lo cual representó un 4.1 % del total de emisiones de mediano y largo plazo colocadas durante 2002.

En 2003, la cifra logró triplicarse, alcanzando un monto emitido de \$8,066.4 mdp; es decir, 9.7% del total de emisiones de deuda de mediano y largo plazo. Durante este mismo año, la

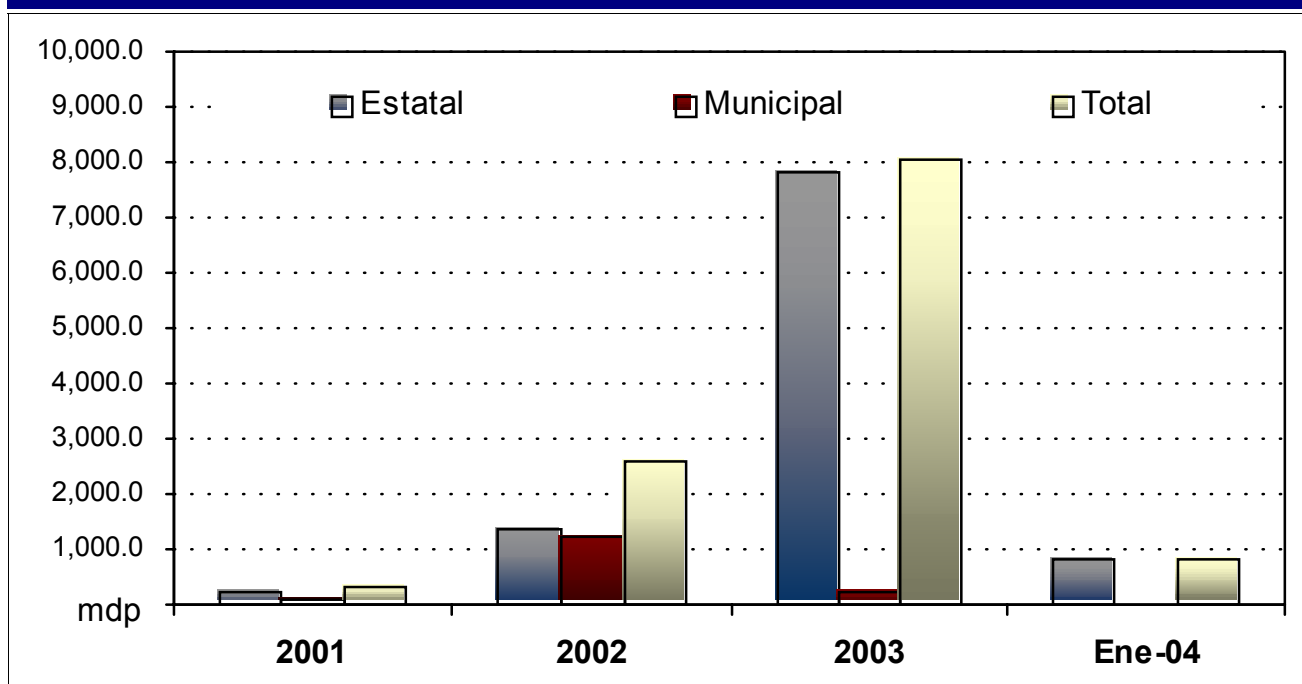
participación de los estados fue más activa, integrándose como nuevos emisores de deuda: Guerrero, Nuevo León, Veracruz e Hidalgo, y adicionalmente el DF; mientras que por los municipios solamente se integró Tlalnepantla de Baz, EM. Por otra parte, San Pedro Garza García, NL, Aguascalientes, Ags y Edomex complementaron sus programas de colocaciones en 2003. Ver Gráfica 1.

FitchRatings considera que el mercado continuará mostrando un crecimiento activo e innovará con nuevas estructuras tales como: emisiones realizadas en conjunto por varios municipios (Fondo de Valores Municipales), fuentes de pago distintas a las hoy registradas, utilización de garantías parciales, entre otras. La continuidad en crecimiento para este año se confirma con la reciente colocación del Estado de Sinaloa, quien realizó una emisión por \$830.7 mdp en el mes de enero.

Destino de los Recursos

Las administraciones públicas han obtenido recursos acudiendo al mercado por un total de

**GRÁFICA 1. EMISIONES DE DEUDA SUBNACIONAL
ESTADOS Y MUNICIPIOS**
(monto colocado, mdp)



\$11,812.8 mdp, 86.8% estatal y 13.2% municipal. De dicho monto, 71.1% se destinó a inversiones en obra pública y el restante 28.9% a reestructuración de pasivos.

En referencia a los recursos destinados a inversión, éstos se canalizaron a rubros como: infraestructura vial (ampliación de calles, puentes, alumbrado, etc.), proyectos relacionados con el agua (presas, plantas de tratamiento y acueductos), construcción de escuelas, entre otros.

Por otra parte, las entidades que han reestructurado parte o la totalidad de su deuda (Morelos; Guerrero; San Pedro Garza García, NL; Guadalajara, Jal; Hidalgo y Sinaloa), han logrado mejorar el perfil de vencimientos de la deuda y el costo de la misma, lo que les proporciona mayor flexibilidad en sus finanzas públicas. *FitchRatings* da seguimiento al nivel y características del endeudamiento de cada entidad que se califica; por lo que al pretender llevar a cabo una emisión, se analiza el impacto que esta nueva deuda o reestructuración tendrá en las finanzas de la entidad, lo cual incide directamente en la calidad crediticia del emisor.

Cabe mencionar, que tres entidades territoriales importantes por su contribución a la producción nacional (Edomex, Nuevo León y el DF), emitieron un 52.6% del monto total colocado (\$6,216.0 mdp), que se destinó en su totalidad a inversión en obra pública.

Estructura de las Emisiones

Al día de hoy, la totalidad de las emisiones realizadas tienen como fuente de pago un Fideicomiso; contando con un mecanismo jurídico que permite que un tercero (Fiduciario) administre los recursos que servirán para el pago de la deuda contraída.

Los recursos que los gobiernos han destinado a estas estructuras han sido principalmente flujos futuros de participaciones federales (63.9% del total emitido) e Impuesto sobre Nóminas (ISN,

35.3%); y en una operación, derechos de cobro de agua (0.8% restante).

El afectar estos recursos significa que conforme se reciben, éstos se depositan directamente al Fideicomiso en base a un porcentaje determinado al inicio de la operación. Es decir, en el caso de las participaciones federales, si un estado es el emisor, el depósito al Fideicomiso es realizado directamente por la Tesorería de la Federación, por instrucción irrevocable de la entidad; y si se tratase de un municipio, el depósito es realizado directamente por el estado.

Para el ISN se estableció un mecanismo similar, en el cual los bancos (recaudadores de la mayor parte de dicho impuesto) y las oficinas del estado depositan al Fideicomiso lo recaudado diariamente. Una vez que ingresan los recursos a la cuenta del Fideicomiso, el Fiduciario es quien se encarga de administrar, realizar pagos a los tenedores del papel, establecer fondos de reserva, y en caso de existir sobrantes, devolverlos a la entidad.

En términos generales, este tipo de estructuras jurídico-financieras aíslan el manejo de los recursos para servir una emisión, de la intervención de la administración gubernamental. Asimismo, en base a un porcentaje específico de dichos recursos asignado al pago de una emisión, se logran altos márgenes de seguridad para cubrir el servicio de la deuda.

Ambas consideraciones, permiten mejorar la calificación específica de una emisión respecto a la calificación crediticia del emisor (quirografaria). Por ejemplo, el Estado de Hidalgo, cuya calificación como emisor es A+(mex), logró exitosamente colocar dos emisiones con calificación de AAA(mex), el más alto nivel de calificación.

Por otra parte, existen variantes en cuanto a la forma en que las estructuras utilizadas han afectado los flujos futuros para respaldar una emisión y/o un financiamiento bancario.

Algunos gobiernos han optado por afectar el 100% de las participaciones federales al Fideicomiso, sin asignar un porcentaje específico a cada financiamiento; este ha sido el caso de las emisiones de Guerrero, San Pedro Garza García, NL y Aguascalientes, Ags.

Por otra parte, algunos otros han destinado sólo una parte de sus participaciones federales al Fideicomiso, así como a cada financiamiento específico. (Ver porcentaje de afectación en la tabla 1).

El fijar un porcentaje permite que cada emisión cuente con un recurso específico destinado para el servicio de su deuda, por lo que en caso de haber varios financiamientos suscritos al mismo Fideicomiso, cada uno cuenta con ingresos separados para su servicio.

Condiciones de Mercado

El principal objetivo de calificar una emisión en forma específica es obtener un mejor nivel de calificación, y consecuentemente, obtener mejores términos y condiciones en el financiamiento.

De las 24 emisiones realizadas a la fecha, 18 fueron colocadas a tasa variable, principalmente en base a CETES más un determinado diferencial (*spread*); 4 a tasa fija en pesos, y el resto a tasa fija en UDIs.

El lograr una mejor tasa de interés en una emisión de deuda está relacionado, entre otros factores, con las condiciones prevalecientes en el mercado al momento de su colocación.

En los dos años iniciales de este tipo de emisiones, las condiciones han sido por demás favorables; observándose una reducción continúa de tasas de interés y de inflación. Durante 2002 la tasa de referencia de CETES a 28 días registró en promedio un 7.1% y para 2003 un 6.2%; y en el caso de la inflación fue de 5.7% a 4.0%, respectivamente. *FitchRatings* considera que la inflación y las tasas de interés tendrán un

comportamiento estable durante 2004, lo cual continuará coadyuvando en forma importante a la realización de nuevas emisiones.

Otro de los factores que determina la tasa de interés, es la propia estructura de la deuda: porcentaje afectado de los flujos futuros, plazo, gracia, periodicidad de pagos de cupón, reservas, etc.

En cuanto a los plazos, el vencimiento promedio de las emisiones subnacionales se ubica en 7.8 años; siendo la emisión de Veracruz –respaldada por el ISN– la de menor plazo (14 meses), y las de los Estados de Guerrero y Nuevo León las de mayor plazo (12 años). Aún cuando observamos emisiones de muy largo plazo, es importante considerar el período de gracia. Existen emisiones que empiezan a amortizar desde el primer pago de cupón, mientras que otras, cuentan con un sólo pago a realizarse al vencimiento. Bajo este contexto, el promedio de vida de las emisiones se sitúa en 5.8 años; siendo las emisiones de Nuevo León las de mayor plazo.

La estructura que guarda cada emisión debe estar acorde con los planes financieros de la entidad, y en su caso, con el destino de dichos recursos a la inversión pública, por lo que para *FitchRatings* es importante que exista una clara definición de la utilización de los recursos.

Calificaciones

Como se mencionó anteriormente, las calificaciones de los financiamientos estructurados han sido mayores a las calificaciones de sus emisores.

En el caso de los bonos municipales, las 8 emisiones existentes obtuvieron la más alta calificación; lo cual también prevaleció en las emisiones de los Estados de Nuevo León e Hidalgo, así como en la del DF.

Cabe mencionar, que la calificación asignada a todas estas emisiones es equivalente a la calificación de emisiones realizadas por el

TABLA 1. EMISIONES DE ENTIDADES PÚBLICAS EN MÉXICO

	Originador	Clave	Calificación (Doméstica)		Monto (mdp)	Den.	Tasa	Pago de Cupón	Vigencia (años)			Recurso a Fideicomitir	% Afectado	
			Emisión	Originador					Plazo	Gracia	Prom.		Fid.	Emisión ⁽³⁾
2001	1 Morelos	EDOMOR 01 ⁽¹⁾	AA+	A	216.0	Pesos	TIIE ₁₈₂ + 1%	Mensual	7.0	2.5	5.0	PF (Ramo 28)	16.40	30.00
	2 Aguascalientes, Ags	MAGS 01	AAA ⁽²⁾	AA ⁽²⁾	90.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 0.9%	Semestral	5.0	Bullet	5.0	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾
	3 San Pedro, NL	MSPEDRO 02	AAA	AA	110.0	Pesos	10.99% fija	Semestral	7.0	3.0	5.2	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾
	4 Monterrey, NL	MMTY 02	AAA ⁽²⁾	AA ⁽²⁾	168.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 0.9%	Semestral	5.0	3.0	3.5	PF (Ramo 28)	50.00	100.00
	5 Zapopan, Jal	MZAPOPA 02	AAA ⁽²⁾	AA ⁽²⁾	147.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 0.9%	Semestral	5.0	3.0	3.5	PF (Ramo 28)	100.00	100.00
2002	6 Guadalajara, Jal	MGUACB 02	AAA	AA-pcp	800.0	Pesos	CETES _{>(91-182)} + 1.4%	Trimestral	10.0	0.0	6.1	PF (Ramo 28)	100.00	80.00
	7 Estado de México	EDMEXCB 02	AA	BBpcn	334.4	Pesos	CETES ₉₁ + 3%	Trimestral	5.0	0.0	2.6	ISN	100.00	16.72
	8 Estado de México	EDMEXCB 02 -2	AA	BBpcn	185.6	Pesos	Fija 13%	Trimestral	5.0	3.0	4.1	ISN	100.00	9.28
	9 Estado de México	EDMEXCB 02 -3	AA	BBpcn	245.3	Pesos	CETES ₉₁ + 3%	Trimestral	5.0	0.0	2.4	ISN	100.00	12.27
	10 Estado de México	EDMEXCB 02 -4	AA	BBpcn	619.4	Pesos	Fija 12.5%	Trimestral	5.0	3.0	4.1	ISN	100.00	30.97
	11 Estado de México	EDMEXCB 03	AA	BBpcn	330.5	Pesos	CETES ₉₁ + 3%	Trimestral	5.1	0.0	2.8	ISN	100.00	16.53
	12 Estado de México	EDMEXCB 03 -2	AA	BBpcn	284.8	Pesos	CETES ₉₁ + 3%	Trimestral	5.0	0.0	2.8	ISN	100.00	14.24
	13 Guerrero	EDOGRO 03 ⁽¹⁾	AA+	A-	859.5	Pesos	> CETES/TIIE ₁₈₂ + 1%	Trimestral	12.0	3.0	7.8	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾
	14 Tlalnepantla, EM	FTLALCB 03U	AAA ⁽²⁾	AA ⁽²⁾	95.9	UDIs	5.50%	Semestral	9.8	0.0	5.1	Agua + Dexia	100.00	100.00
	15 San Pedro, NL	MSPEDRO 03	AAA	AA	50.0	Pesos	9.5% fija	Semestral	7.0	3.0	5.2	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾
	16 Guerrero	EDOGRO 03 -2 ⁽¹⁾	AA+	A-	479.7	Pesos	> CETES/TIIE ₁₈₂ + 1%	Trimestral	11.8	2.8	7.5	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾
	17 Nuevo León	EDONL 03	AAA	A	978.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 2.25%	c/28 días	11.8	5.4	8.9	ISN	100.00	45.00
	18 Veracruz	EDVERCB 03	AA	A+	450.0	Pesos	TIIE ₂₈ + 3%	Mensual	1.2	0.3	0.7	ISN	100.00	100.00
	19 Hidalgo	EDOHGO 03	AAA	A+	700.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 1.5%	Semestral	7.0	3.0	5.3	PF (Ramo 28)	40.00	51.04
20 Hidalgo	EDOHGO 03 -2	AAA	A+	500.0	Pesos	CETES ₂₈ + 1.5%	c/28 días	7.0	3.0	5.2	PF (Ramo 28)	40.00	36.46	
21 Aguascalientes, Ags	MAGS 03	AAA ⁽²⁾	AA ⁽²⁾	100.0	Pesos	CETES _{>(26-186)} + 0.85%	Trimestral	5.0	0.0	2.6	PF (Ramo 28)	100.00	100.00 ⁽⁴⁾	
22 Nuevo León	EDONL 03 -2	AAA	A	738.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 1.7%	c/28 días	11.8	5.4	8.9	ISN	100.00	55.00	
23 DF	GDFCB 03	AAA	AAA	2,500.0	Pesos	CETES ₁₈₂ + 0.75%	aprox. c/182 días	6.0	4.0	5.8	PF (Ramo 28)	15.00	100.00	
2004	24 Sinaloa	EDOSIN 04U	AA+	A-	830.7	UDIs	5.35%	Semestral	10.0	3.0	7.0	PF (Ramo 28)	30.00	55.34
					11,812.8				7.8	2.9	5.7			

Notas: (1) El instrumento utilizado en todas las emisiones ha sido el Certificado Bursátil, salvo las emisiones de Morelos y Guerrero, en las cuales se utilizó el Certificado de Participación Ordinario
(2) Corresponde a emisiones calificadas por una institución diferente a *FitchRatings*
(3) Este porcentaje se aplica al porcentaje de recursos afectado al fideicomiso
(4) En el caso de las emisiones de Aguascalientes, Ags; San Pedro Garza García, NL; y Guerrero, las emisiones tienen igual prelación sobre el porcentaje fideicomitado

Gobierno Federal en el mercado doméstico. El resto de las emisiones estatales se ubicaron en niveles de AA(mex) y AA+(mex), esto es de “Muy Alta Calidad Crediticia”. De las 24 operaciones realizadas, *FitchRatings* calificó 19 (79.2%); a las cuales da seguimiento mensual con la información provista por los fiduciarios de cada emisión. A la fecha, ninguna emisión ha observado modificación en la calificación inicial otorgada.

Conclusiones

En adición a los beneficios mencionados que para las entidades representa realizar una emisión de deuda, estas operaciones contribuyen en forma importante a la transparencia y oportunidad de la información financiera que proveen las entidades, dados los requerimientos del mercado de valores.

Por otro lado, al incursionar una entidad este mercado, se abre una opción alterna al financiamiento bancario, generándose mayor competencia y la posibilidad de obtener mejores términos y condiciones para las entidades. En este sentido, es importante destacar el gran paso que han dado las entidades gubernamentales que han participado en este mercado.

A la fecha, el acceso al mercado de deuda bursátil en México ha sido posible para aquellos participantes con potencial de adquirir montos importantes de deuda; limitando a un gran número de entidades para las cuales no es económicamente viable llevar a cabo una emisión en forma individual. No obstante, el mercado abre la posibilidad de que estas entidades se agrupen para realizar una emisión conjunta (Fondo de Valores Municipales), estructura que ya ha probado ser exitosa en otros países y que *FitchRatings* estima sería una alternativa muy atractiva para un buen número de Municipios en México.

El recurrir al financiamiento en forma prudente, a fin de complementar la generación de recursos propia y llevar a cabo inversión pública, es

**TABLA 2. DEUDA SUBNACIONAL (DS)
COMPARATIVO EN DIVERSOS PAÍSES (2002)**

	DS / PIB (%)	Ing. Públicos / PIB (%)
Alemania	22.5	45.0
Canadá	24.1	43.6
Colombia	47.4	28.1
España	9.2	39.0
EUA	16.0	27.5
Francia	6.4	50.3
México	1.8	18.1
Polonia	4.3	38.5

Fuente: “*Globalization Tide Reaches Subsovereign Debt Markets*”, Septiembre 24, 2003. *FitchRatings*

fundamental para las entidades gubernamentales.

El comportamiento observado de las emisiones subnacionales, confirma que el mercado de deuda bursátil constituye una atractiva opción de financiamiento para los gobiernos estatales y municipales. No obstante, el adquirir financiamiento bursátil, bancario o una combinación de éstos, dependerá de las situaciones particulares que enfrenta cada entidad y las condiciones prevalecientes de los mercados, así como del análisis que cada entidad lleve a cabo de sus opciones disponibles.


A septiembre de 2003, la deuda subnacional de México ascendió a \$113,676.6 mdp (incluyendo la deuda del DF), representando sólo el 1.8% de PIB, porcentaje relativamente bajo en comparación con otros países (Ver tabla 2). Dado lo anterior y en adición a las favorables condiciones de mercado (estabilidad financiera), los cambios al marco jurídico y regulatorio, y las altas necesidades de inversión en México; *FitchRatings* estima que la deuda subnacional se irá incrementando como proporción del PIB durante los próximos años. No obstante, para lograr una evolución ordenada del mercado y evitar una situación de sobreendeudamiento como se ha presentado en otros países de América Latina, el crecimiento de la deuda

subnacional deberá ir acorde con una mejor evolución de la recaudación de ingresos públicos, en la que actualmente México compara desfavorablemente con otros países.

Consideraciones Relevantes:

- Cambios en el marco regulatorio abrieron la posibilidad para que estas entidades realizaran emisiones.
- Las emisiones se han incrementado considerablemente durante los últimos dos años, aprovechando las favorables condiciones del mercado bursátil.
- La estructura jurídica y financiera ha sido fundamental para dar confianza y certidumbre a los inversionistas.

- Desarrollo favorable de las emisiones subnacionales introduciendo variantes en las estructuras.
- Posibilidad de realizar una emisión conjunta por un grupo de Municipios.
- Ventajas: diversificación de fuentes de financiamiento, posibilidad de mejores términos y condiciones, mayor transparencia y oportunidad en la información financiera.
- Se prevee un crecimiento relativo de la deuda subnacional, el cual deberá ir acorde con la recaudación de ingresos públicos, para evitar situaciones de sobreendeudamiento

<p>Septiembre / Octubre de 2001 Vol. XXXIX Número 234</p> <p><i>Editorial</i></p> <p>Amarga Competencia</p> <p>Ernesto Sepúlveda Villarreal <i>página 1</i></p> <p>Flujos de capital privado y calificaciones soberanas a mercados emergentes</p> <p>Enrique González González <i>página 7</i></p> <p>El mercado del agua industrial</p> <p>Luis Antelmo Saucedo López <i>página 14</i></p> <p>Investigación y desarrollo, innovación y nuevas formas de comercialización ante la apertura comercial: el caso de sector mueblera de Jalisco</p> <p>Graciela López Méndez Socorro Araceli Montes Reyes <i>página 17</i></p> <p>Índice de precios al consumidor correspondiente a septiembre y</p> <p>Centro de Investigaciones</p>		<h2>¿Le interesa colaborar en Entorno Económico?</h2> <p>Póngase en contacto con nosotros</p> <p>entorno@ccr.dsi.uanl.mx cgamez@ccr.dsi.uanl.mx neramire@ccr.dsi.uanl.mx</p> <p>Entorno Económico ya está disponible en la página web de la Facultad de Economía</p> <p>www.uanl.mx/facs/fe/</p>
--	--	---