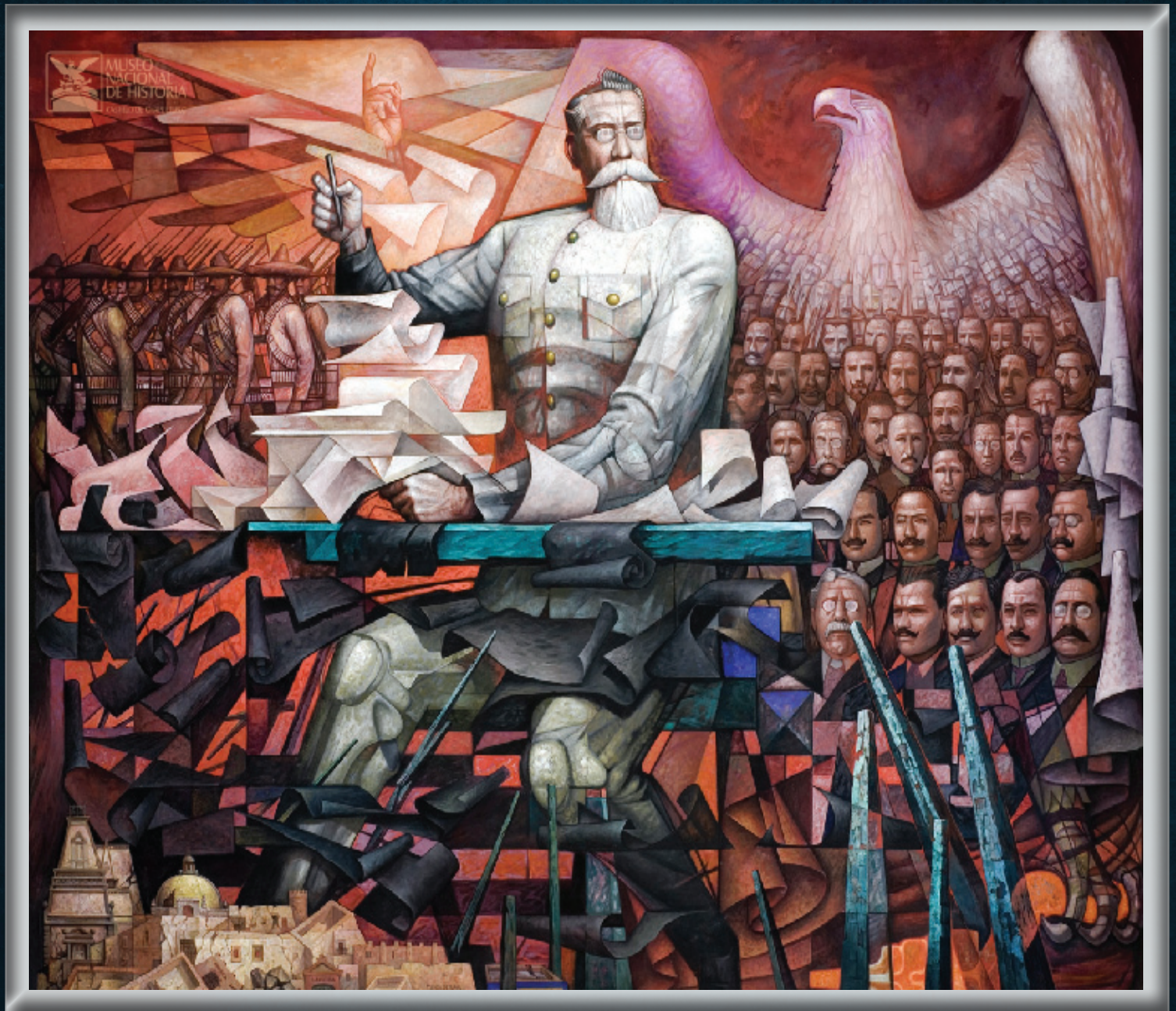
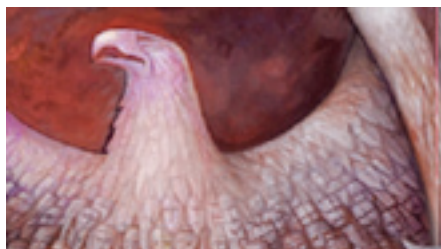


REPORTE

MACROECONÓMICO DE MÉXICO



Jorge González Camarena, "La Constitución de 1917" (1966).



REPORTE

MACROECONÓMICO DE MÉXICO

Coordinador:

Fernando Chávez Gutiérrez

Edición Técnica:

Yasmín Sánchez Cruz

Colaboradores:

Carlos A. Cano García
Miriam Aguirre Zaragoza

Diseño de página

<http://maquetador-online.net>

“REPORTE MACROECONÓMICO DE MÉXICO, volumen III, número 10, Noviembre de 2012, es una publicación electrónica mensual editada por la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, Av. San Pablo No. 180, Col. Reynosa Tamaulipas, Delegación Azcapotzalco, C.P. 02200, Tel. 5318 9000. Editor responsable Mtro. Fernando Javier Chávez Gutiérrez (Coordinador de El Observatorio Económico de México). Certificado de Reserva de Derechos al Uso Exclusivo del Título 04-2011-080514401900-203, otorgado por el Instituto Nacional de Derechos de Autor. Responsable de la última actualización de este número: Mtro. Fernando Javier Chávez Gutiérrez, Departamento de Economía, Edificio H, primer piso, cubículo H-112, Av. San Pablo no. 180, Col. Reynosa Tamaulipas, Delegación Azcapotzalco, México D.F. Tel. 5318-9421, Web <http://observatorio.azc.uam.mx>, observatorio@correo.azc.uam.mx. Fecha de última modificación 29 de noviembre de 2012 (11.2 Mb)”.

Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan la postura del editor responsable de la publicación.

Queda estrictamente prohibida la reproducción total o parcial de los contenidos e imágenes de la publicación, sin previa autorización de la Universidad Autónoma Metropolitana.

CONTENIDO

2 *Indicadores Macroeconómicos de México*

5 *Mesa Redonda*

6 El ingreso a la universidad y la elección estable de pareja. Dos casos de teoría de juegos cooperativa.

D. Gale y Lloyd S. Shapley

** Traducción de Roberto Gutiérrez R.*

12 "Efecto Vitro": ¿Mito o realidad? Evidencia empírica

Carlos E. Canfield Rivera.

20 Google y la modelación económica.

José Francisco Rodríguez Montoya.

24 "Lo que indican los indicadores. Cómo utilizar la información estadística para entender la realidad económica de México" de Jonathan Heath.

Reseña realizada por Sergio Kurczyn B.

28 *Noticias de México y el Mundo*

El Observatorio Económico de México, Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco, Departamento de Economía, Edificio H, primer piso, cubículo H-112, Av. San Pablo no. 180, Col. Reynosa Tamaulipas, Delegación Azcapotzalco, México D.F. Tel. 5318-9421, Web <http://observatorio.azc.uam.mx>, observatorio@correo.azc.uam.mx.



“Efecto Vitro”:

¿Mito o realidad? Evidencia empírica.

Carlos E. Canfield Rivera*

Fricciones financieras, inversión y crecimiento¹

Las crisis resaltan la incidencia de las fricciones sobre los mercados de crédito y se expresan a través de choques tanto de oferta como de demanda de recursos prestables afectando negativamente la inversión y el crecimiento (Ver Tobias, Colla, & Song Shin (2012)).

* Profesor-Investigador, Facultad de Economía y Negocios, Universidad Anáhuac, Campus México Norte. carlos.canfield@anahuac.mx

¹ Este artículo está basado en el documento Evidencia empírica en torno a la discusión Ley y Finanzas: El caso de los bonos especulativos en América Latina en tiempos de crisis financiera que se puede encontrar en: <https://dl.dropbox.com/u/100450774/PDF%20Evidencia%20emp%C3%ADrica%20en%20torno%20a%20la%20discusi%C3%B3n%20Ley%20y%20Finanzas%20El%20caso%20de%20los%20bonos%20especulativos%20en%20Am%C3%A9rica%20Latina%20en%20tiempos%20de%20crisis%20financiera.pdf> fonos especulativos en América

Los choques de demanda deterioran la solvencia de los deudores mediante la reducción en el valor de sus garantías y en la menor rentabilidad de sus proyectos. Por su parte los choques de oferta se reflejan en una mayor rigidez en los criterios de los intermediarios en el otorgamiento de crédito. Como resultado de la interacción de estas dos fuerzas las empresas buscan fuentes alternas de financiamiento para compensar las restricciones.

La incertidumbre en periodos de crisis intensifica el efecto de los choques de oferta y demanda sobre la inversión impidiendo la óptima asignación de recursos. Dichos impactos actúan de manera procíclica contribuyendo aún más al deterioro de la actividad económica en periodos recesivos tal y como lo señalan Bernanke

& Lown (1991), y Kiyotaki & Moore (1997), dado el aumento en la percepción del riesgo, los mayores costos de capital y la restricción del crédito (Abel & Eberly, 1999).

Autores como Gilchrist, Sim, & Zakraj (2010) argumentan que la incertidumbre se manifiesta en el aumento del diferencial entre el rendimiento de los bonos corporativos por encima de la tasa libre de riesgo. Es así como el mayor costo de los recursos prestables funge como mecanismo de propagación de la incertidumbre entre el sector financiero y el sector productivo a nivel mundial.

Estudios recientes en Estados Unidos como los de Ivashina & Scharfstein (2008), y Tobias et al. (2012) evidencian que las fricciones afectan mayormente a la oferta de crédito por lo que las

corporaciones, que utilizaban cotidianamente el crédito bancario buscan complementar sus necesidades de capital de trabajo mediante fuentes alternas optando hoy por el uso de deuda bursátil.²

La realidad europea se inserta precisamente en la tendencia arriba descrita.³ (The Economist, 2011). Entre inversionistas y analistas profesionales se argumenta la existencia de un posible cambio de paradigma en términos de flujos de crédito (Standard & Poors, 2012). Ante la inminencia de Basilea III, este cambio se expresa por una parte en una mayor emisión de bonos de alto rendimiento para la financiación y reestructuración de la deuda corporativa y por la otra en la reticencia de los intermediarios por conceder crédito y reactivar el mercado de obligaciones garantizadas (CLO por sus siglas en inglés) para empresas apalancadas Ivashina et al. (2008), Benmelech, Dlugosz, & Ivashina (forthcoming).

En un entorno caracterizado por elevada liquidez y contracción del crédito, la emisión de bonos de alto rendimiento se ha visto favorecida por el surgimiento de dichas fricciones y por el mayor apetito por riesgo de parte de algunos inversionistas.

Bajo la óptica de las corporaciones, los bonos especulativos⁴ se consolidan como instrumentos de financiación atractivos para realizar, entre otras actividades, compras apalancadas (LBO por sus siglas en inglés) dado que presen-

² http://www.moodys.com/research/documentcontentpage.aspx?docid=PBS_SF294553 visitada el 19/09/2012.

³ Empresas calificadoras como Moody's analizan el crecimiento de bonos de alto rendimiento en Europa para el 2012, mismo que si bien no presenta el mismo ritmo que el 2011, pudiera alcanzar aún la cifra de 67 billones de USD. http://www.moodys.com/research/Moodys-European-corporates-high-yield-bond-issuance-could-reach-historical--PR_255296 visitada el 19/09/2012

⁴ Se refiere a bonos con calificaciones BB o B, los cuales se consideran de alto rendimiento (high yield) o especulativos.

Tabla 1
Diferenciales para nuevas emisiones en 2011 (puntos base).

Calificación	Estados Unidos			Europa Occidental		
	BB	B	CCC/NR	BB	B	CCC/NR
1er. trimestre	362	497	673	333	501	737
2do. Trimestre	346	522	706	342	566	871
3er. Trimestre	430	705	896	566	915	N/A

Fuente (HSBC Research, 2011) y Bloomberg.

tan menos cláusulas restrictivas en sus contratos y no requieren la exhibición de garantías adicionales.⁵

Entre los inversionistas este incremento en la disponibilidad de recursos lleva aparejada una reducción en las expectativas en las tasas de recuperación, misma que se ha compensado en las mayores primas por riesgo comandadas a estos instrumentos tal y como se observa en la tabla 1.

En síntesis, frente a la crisis, los bonos especulativos se perfilan como una alternativa de financiación complementaria para las empresas, que si bien resulta más costosa, les permite sortear los choques sobre la oferta⁶ y coadyuvan a cerrar la brecha de financiamiento Weiss (1990), Standard & Poors (2012).

Financiamiento a través de deuda bursátil en América Latina

El interés de los inversionistas por las economías emergentes se ha extendido a Latinoamérica.

⁵ <http://www.efinancialnews.com/story/2011-01-31/advent-buyout-towergate-high-yield>.

⁶ (The Economist, 2011), <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2011/06/high-yield-corporate-bonds> visitada el 9/19/2012.

Países como Argentina, Brasil, Chile y, por supuesto México, redujeron su riesgo soberano lo que les permitió incursionar exitosamente en la colocación de deuda bursátil⁷ (Banco Interamericano de Desarrollo, 2006), además de facilitar la reestructuración de pasivos con condiciones más favorables para las empresas de la región.⁸

A partir de la de la década de los años noventa, los países de América Latina se comprometieron a crear condiciones de mayor certidumbre para la inversión. Realizaron importantes esfuerzos de reordenamiento financiero en los niveles macroeconómico, corporativo e institucional y promulgaron leyes y procedimientos orientados a una mayor protección de los acreedores logrando así restituir los flujos de crédito a la región.

Claros ejemplos de los esfuerzos anteriores se encuentran en la entrada en vigor en México de la Ley de Concursos Mercantiles del 2000, la ley 1116 del año 2006 en Colombia, la ley 24.522 en Argentina y la ley número 11.101 del 2005 en Brasil entre otros.

⁷ A manera de ejemplo ver (FitchRatings, 2012 Septiembre 10) acerca de emisión de deuda por parte de Mexichem.

⁸ A manera de ejemplo ver (FitchRatings, 2012 Sep 18) sobre la reestructuración de pasivos de CEMEX.

Entorno institucional y protección contra actos de expropiación: El enfoque “Ley y Finanzas”.

En el marco de la relación entre Ley y Finanzas, la discusión en las dos últimas décadas se ha centrado en la debida protección a los inversionistas, como un resultado de la interacción de las leyes formales con los entornos institucional y corporativo. Particularmente, una línea de investigación enfatiza el origen de los regímenes legales que dan lugar a las leyes de protección a inversionistas y acreedores. En estos estudios como es el caso del presentado por Djankov, Hart, McLiesh, & Shleifer (2008), su argumento re-

salta la preeminencia en el desarrollo económico de aquellos países con ley común por encima de aquellos con sistemas legales que derivan del Código Napoleónico.

Existe abundante literatura que busca establecer la importancia de la protección a los inversionistas y acreedores como mecanismo para facilitar el acceso de gobiernos y empresas a recursos prestables en los mercados de bursátiles de acciones, deuda soberana y corporativa. Quizás dos de los cambios legales más es-

tudiados en la actualidad son: la entrada en vigor de la Ley Sarbanes-Oxley (SOX), (Litvak, 2007), (Zhang, 2007) que busca contribuir a un mayor orden financiero para evitar desde la perspectiva legal, alteraciones bruscas de los ciclos de crédito, y la promulgación de la Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010, reforma que busca establecer controles a la inversión especulativa, y que deberá probar su efectividad en un futuro próximo.

Los eventos individuales como fuentes de fricciones financieras: El presunto caso VITRO

Algunas posibles fricciones en los mercados como lo es la elevación generalizada en las tasas de incumplimiento, además de la presencia de algunos eventos individuales recientes en los procesos de reestructuración de pasivos –uno de ellos consiste en el desenlace del proceso de concurso mercantil de la empresa mexicana VITRO en tribunales en México y en los Estados Unidos de Norteamérica– han generado una importante controversia en el marco de la discusión del paradigma Ley y Finanzas.

Entre otros, como modelo de análisis, se tomó la ocurrencia de un evento reciente que ha capturado la atención de analistas profesionales, inversionistas y académicos por igual: el proceso de reorganización financiera de la

empresa industrial mexicana VITRO, que se ha constituido en una fuente de discusión acerca de las diferencias entre regímenes de quiebra inter-fronterizos en el marco de la discusión “Law and Finance” (La Porta et al. 1998).

El caso presenta una buena oportunidad para analizar, a nivel de evento particular, el impacto de fricciones generadas a partir de los litigios derivados de la aplicación de los procedimientos concursales en varios países de manera simultánea.

El caso llama la atención porque algunos economistas mencionan un posible efecto de esta reestructura financiera sobre los costos y la disponibilidad de recursos de empresas mexicanas que actualmente se financian con

bonos especulativos o *high yield bonds* (CNN Expansión, 2012), a partir de la presunción de que fricciones derivadas de diferencias internacionales en la aplicación de la protección a los acreedores puede generar una afectación al funcionamiento del mercado de bonos, al modificar la percepción de riesgo de los inversionistas.

En este caso, la fricción se derivaría del manejo de los créditos inter-compañías para efectos de la votación en casos de reorganización financiera y su aplicación en casos inter-fronterizos de quiebra, argumentando que las leyes de un país violentan el orden de liquidación conocido en los Estados Unidos de Norteamérica como el Absolute Priority Rule.

Análisis de la evidencia empírica a nivel micro: El funcionamiento de los mercados de deuda especulativa en América Latina frente al caso VITRO.

Antes de analizar el caso específico de VITRO, nos preguntamos ¿cómo inciden las diferencias en los regímenes de quiebra a nivel internacional en el funcionamiento de los mercados de bonos? Para ello, comparamos la tasa de recuperación medida a través de los precios post-incumplimiento de bonos en América Latina, a raíz de eventos ocurridos desde 1997, tal y como se presentan en los

estudios de crédito de empresas calificadoras (Moody's Investors Service, 2011).

Los resultados observados muestran que la tasa promedio de recuperación para eventos registrados en la base de datos de Moody's fue de 37.25%, sin embargo cuando analizamos dichas tasas entre países los resultados son los siguientes:

Con relación a países individuales, el 86% de los eventos de incumplimiento de la base de datos de Moody's se registra en tres países: Argentina con el 48%, México con el 27% y Brasil con el 11% restante. También observamos la evidencia empírica en torno a la existencia de un presunto efecto particular, el llamado "efecto VITRO", sobre las tasa de recuperación.

Si dividimos nuestra muestra en dos grupos, incumplimientos previos y posteriores al 2009, no encontramos diferencias en los valores medios de recuperación como se muestra en la tabla 3.

En consecuencia, a partir de la amplia muestra presente en la base de datos de incumplimiento de (Moody's Investors Service, 2011) no es posible confirmar la existencia de una afectación en el ánimo de los inversionistas ante el caso particular de VITRO, aún en caso de bonos especulativos que actualmente se encuentran en incumplimiento.

Para validar este resultado, utilizamos datos homogéneos sobre el rendimiento de bonos especulativos mexicanos⁹, entre ellos los emitidos por GEO, ALESTRA, FAMSA, IXE y VITRO de Octubre del 2010 hasta Agosto del 2012, los cuales presentan el comportamiento que se observa en la gráfica 1.

Buscamos determinar si los rendimientos de VITRO tienen un efecto sobre los rendimientos exigidos a los bonos especulativos emitidos por FAMSA, GEO, ALESTRA e IXE, para lo que aplicamos la prueba de Causalidad de Gran-

Tabla 2

Valor promedio de las recuperaciones en países de América Latina de acuerdo con la base de datos de Moody's Investors Service.

País	Valor promedio de recuperación
México	42.17
Argentina	31.7
Brasil**	33.25
Otros**	48.7
Total General	37.25

Los valores promedio entre países son estadísticamente diferentes entre sí a un nivel de significancia de 1.5%

** denota que las medias de recuperación reportadas por estos países. Con respecto a la de México no son estadísticamente significativas al 0.1.

Tabla 3

Tasas medias de recuperación previas y posteriores al 2009 en AL.

Incumplimientos	Tasas medias de recuperación	Desviación estándar
Previos al 2009	36.5+	15.5
Posteriores al 2009	37.4+	19.8

+ La significancia en las prueba t es de 0.89, por lo que no existe evidencia de que las medias de los grupos sean estadísticamente diferentes

⁹ Datos obtenidos de Bloomberg el 3 de septiembre de 2012

ger, con un rezago sugerido por los diversos criterios estadísticos de 8 periodos. En lo general –en 3 de 4 casos– el rendimiento de VITRO no causa, en el sentido Granger, a los rendimientos de otros bonos especulativos con la excepción del caso de los bonos de FAMSA.

Por último y con relación a la posible incidencia o efecto del rendimiento de los bonos especulativos de México sobre instrumentos similares en Brasil, con una muestra¹⁰ de rendimientos de los bonos de corte especulativo, se procedió a realizar una prueba de causalidad en el sentido de Granger. Los resultados se presentan en la gráfica 2.

A partir de la prueba se encuentra que en cuatro de los cinco bonos estudiados, Vitro no ejerce causalidad, en el sentido de Granger. Sólo en el caso de los Bonos del Banco BMG, VITRO ejerce una causalidad, en este sentido, por lo que podemos concluir que la dinámica de los rendimientos de VITRO no ejerce afectación sobre el rendimiento de los instrumentos brasileños de la muestra.

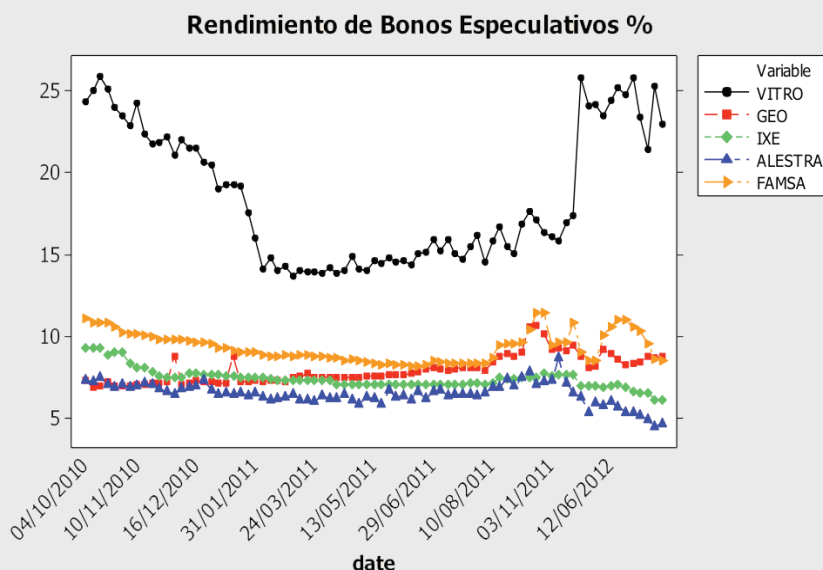
Consideraciones finales

Por todo lo anterior, se puede concluir, a partir de los resultados obtenidos, que no se encontró evidencia de que el supuesto “efecto VITRO” generara una afectación a los mercados de bonos especulativos en México y en América Latina, diferente a la volatilidad generalizada a partir de la propia crisis mundial.

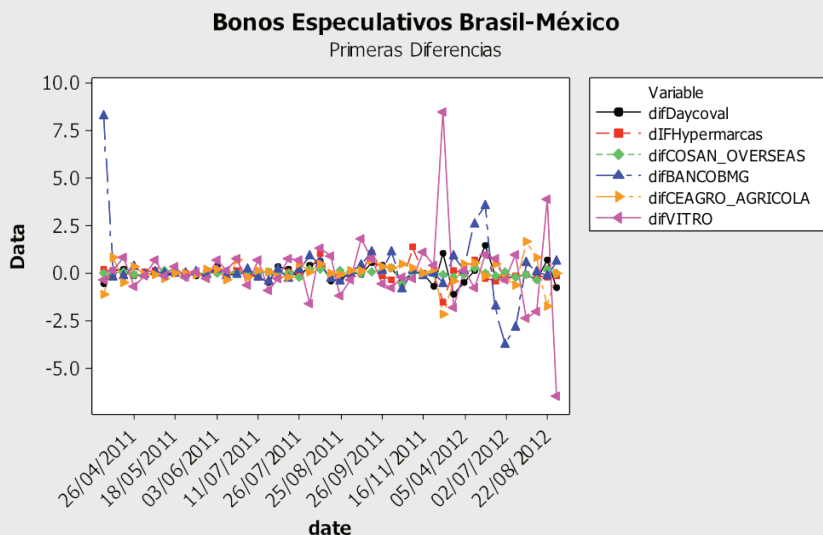
Más aún, la evidencia obtenida nos permitió corroborar que las intenciones de los inversionistas,

10 Una muestra que incluye rendimientos medios de los bonos de los siguientes emisores: Cosan, Ceagro Agrícola, Daycoval, Hypermarcas y Banco BMG. Obtenido del servicio de información Bloomberg el 3 de Septiembre del 2012

Gráfica 1
Rendimiento de bonos especulativos de empresas mexicanas.



Gráfica 2
Comparativo entre el rendimiento de los bonos especulativos en Brasil y los de Vitro



incluso en tiempos de crisis e incertidumbre, se materializan en el sentido de Warner (1977), a través de la relación precio/rendimiento de los bonos especulativos, por lo que no se generó infor-

mación diferente a la contenida en las calificaciones individuales de los instrumentos de deuda, y consecuentemente en el precio de los bonos. ■