

Fecha de Publicación: 9 de enero de 2012

## Artículo

# Panorama 2012 para Financiamiento Estructurado en México: Persisten los obstáculos, pero las señales apuntan a una recuperación

### Contactos analíticos:

María del Sol Gonzalez de Cosio, Nueva York (1) 212-438-4443; [maria\\_gonzalezcosio@standardandpoors.com](mailto:maria_gonzalezcosio@standardandpoors.com)  
Mauricio Tello, México (52) 55-5081-4446; [mauricio\\_tello@standardandpoors.com](mailto:mauricio_tello@standardandpoors.com)

### Gerente analítico:

Juan De Mollein, Nueva York (1) 212-438-2536; [juan\\_demollein@standardandpoors.com](mailto:juan_demollein@standardandpoors.com)

Este año podría ser positivo para el mercado mexicano de bursatilizaciones, siempre y cuando la inflación, el desempleo y las tasas de interés se mantengan estables o muestren alguna mejora. El monto de nuevas emisiones probablemente se mantendrá alrededor del nivel de 2011 cuando sumó US\$3,400 millones, pero Standard & Poor's Ratings Services espera que surjan emisores con transacciones respaldadas por nuevos tipos de activos y que haya menos acciones de calificación negativas en general. Pese a ello, todavía hay varias razones para ser cauteloso. El mercado de deuda sigue algo inestable, los inversionistas continúan evitando el riesgo y prevalece la incertidumbre económica mundial, factores que podrían presionar las perspectivas de crecimiento de México en 2012.

## Número y monto de nuevas emisiones podrían estancarse en 2012

Dada la situación actual de la economía, esperamos que el número y monto de las emisiones durante el año próximo se mantengan alrededor de los niveles de 2011. Durante el año pasado, Standard & Poor's asignó calificaciones a 28 transacciones mexicanas de financiamiento estructurado, 27% más que las 22 operaciones que calificó en 2010. Sin embargo, el monto de las emisiones de 2011 cayó 23% a \$46,000 millones de pesos mexicanos (MXN; aproximadamente US\$3,400 millones) en 2011 desde MXN59,700 millones (US\$4,400 millones) el año anterior. En nuestra opinión, el tamaño más pequeño de las transacciones podría ser resultado de la mayor aversión al riesgo de los inversionistas y al hecho de que muchas de ellas fueron emitidas en el mercado privado y no en el público.

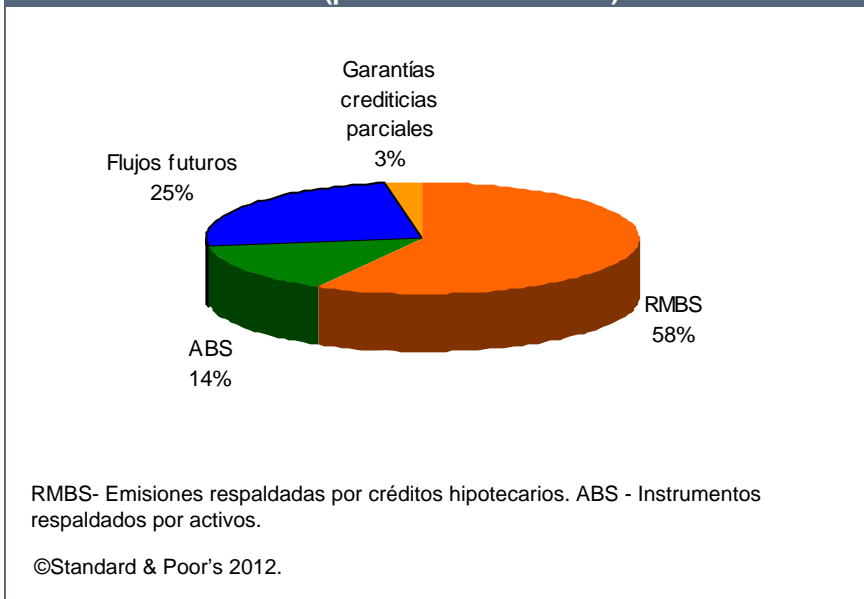
También prevemos que pueden presentarse los siguientes acontecimientos durante el próximo año:

- Algunos nuevos emisores podrían unirse a los originadores de más tiempo y experiencia, como el Infonavit y el Fovissste que encabezaron las emisiones durante 2011.
- El Infonavit y el Fovissste probablemente continúen siendo las únicas instituciones que emitan instrumentos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS) mediante bursatilizaciones regulares y la plataforma de Hipotecaria Total (HITO). Consideramos que los bancos podrían regresar al mercado de RMBS en el mediano plazo pero solamente si tiene sentido en términos económicos (por ejemplo, si los márgenes descienden de manera suficiente) o si las actualizaciones regulatorias internacionales hacen más oneroso mantener activos en sus balances. Los RMBS probablemente serán el principal tipo de activo con el mayor monto de emisión en 2012; estas transacciones representaron 58% del monto total emitido el año pasado.
- Los estados y municipios podrían regresar a hacer emisiones públicas de deuda garantizada por ingresos tributarios locales futuros y por participaciones federales, dada su necesidad de refinanciar vencimientos próximos y debido a las nuevas reglas de capitalización para estos tipos de créditos, que establecieron mayores requerimientos de capital de los bancos para

otorgar estos créditos. En 2011, Standard & Poor's calificó MXN11,323 millones en bursatilizaciones respaldadas por este tipo de ingresos.

- Los emisores continuarán colocando en el mercado instrumentos respaldados por activos que se han desempeñado en línea o mejor que nuestras expectativas bajo el entorno económico actual, tales como créditos para la adquisición de automóviles (menudeo y mayoreo), préstamos al consumo, arrendamiento de automóviles y equipo, y cuentas por cobrar (véase la Gráfica 1). No bajamos las calificaciones de ninguna de estas transacciones en 2011 dada su resistencia ante la crisis. Y, como resultado de su continuo desempeño positivo, podríamos ver nuevos emisores de instrumentos respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés), en 2012.

**Gráfica 1**  
**Calificaciones recién asignadas de Financiamiento Estructurado en México durante 2011 (por monto de emisión)**

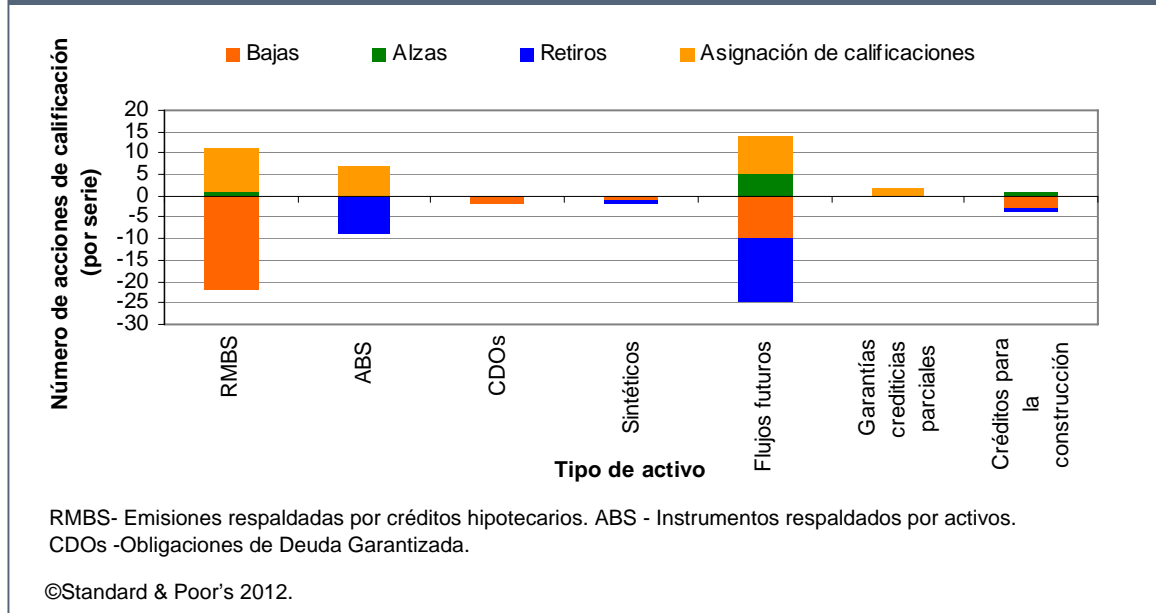


### **Resistencia de la economía mexicana probablemente mantendrá en niveles bajos las acciones de calificación negativas**

Durante 2011, el número de bajas de calificación sobre transacciones de financiamiento estructurado en México disminuyó de manera significativa, en más de 50% respecto a 2010 (véase la Gráfica 2). Bajamos las calificaciones de 22 series de 12 transacciones de RMBS debido al deterioro de los activos como resultado de las continuamente débiles condiciones del mercado. Además, bajamos nuestras calificaciones de 10 bursatilizaciones de ingresos tributarios futuros debido a la actualización de nuestra metodología para calificar este tipo de transacciones y porque bajamos algunas de las calificaciones subyacentes de los estados y municipios relacionados, dado el deterioro de sus perfiles crediticios, mayor apalancamiento y limitada flexibilidad financiera (véase "Metodología y supuestos para calificar transacciones respaldadas por participaciones federales en México," publicado el 5 de julio de 2011).

Gráfica 2

Acciones de Calificación en Financiamiento Estructurado en México durante 2011



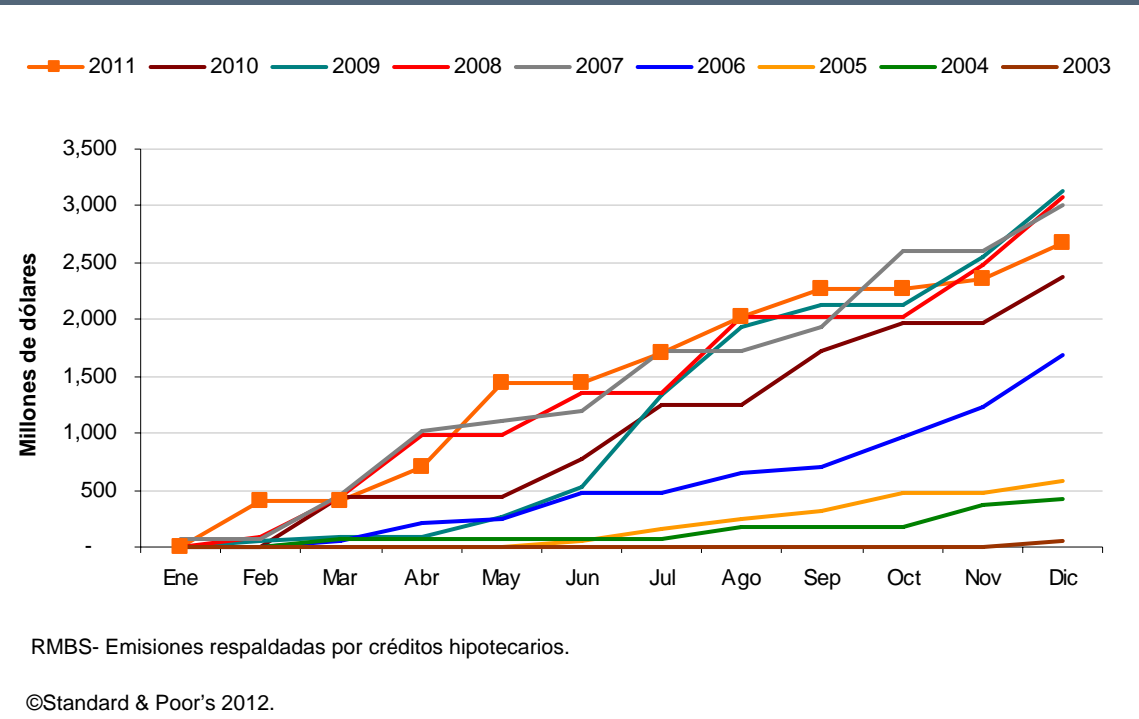
Esperamos menos bajas de calificaciones en 2012 también a medida que la economía del país se fortalece como resultado de la continuación de niveles estables de inflación, tasas de interés y desempleo, y como resultado del moderado crecimiento económico. Esto a su vez, podría llevar a una recuperación en el mercado de bursatilización. En términos del desempeño del financiamiento estructurado en México, prevemos:

- Que continúe el desempeño sólido en los créditos para el financiamiento de automóviles, las cuentas por cobrar, hipotecas y arrendamientos comerciales y crédito al consumo, la mayoría de los cuales ha tenido un desempeño mejor al que esperábamos.
- Menos acciones de calificación negativas en todos los tipos de activos.
- Mantenimiento de índices de cobertura del servicio de la deuda (DSCRs, por sus siglas en inglés) robustos en las bursatilizaciones de participaciones federales y de ingresos tributarios locales. Esperamos que si hay cambios de calificación, estos sean derivados principalmente de modificaciones en las calificaciones de riesgo crediticio de los estados o municipios relacionados con estas transacciones. Los créditos continuarán refinanciándose con mayores periodos de gracia, menores tasas de interés y vencimientos más largos.
- Que continúen las bajas de calificación para transacciones de RMBS, principalmente las de instituciones financieras no bancarias, si los procesos de ejecución y venta toman más de los 39 meses que esperamos, si los niveles de morosidad no se estabilizan y si los programas de solución de créditos hipotecarios muestran un éxito limitado para contener las tasas de reincidencia (es decir, la posibilidad de que un porcentaje de los créditos modificados incumpla nuevamente). Véase “Productos solución de créditos hipotecarios en México no cumplen las expectativas, pero generan algunos beneficios”, publicado el 30 de noviembre de 2011.
- Continuación del débil desempeño de las bursatilizaciones de créditos a la construcción por el lento repago de los préstamos (producto de la venta de las casas). Esperamos pocos o nulos nuevos incumplimientos durante 2012 y solamente algunas bajas de calificación, pero podríamos ver algunos retrasos o faltas de pagos de principal en 2013 cuando algunas transacciones tienen vencimientos programados. Por ahora no esperamos ninguna nueva bursatilización de créditos puente para la construcción.

### Fovissste e Infonavit seguirán dominando las emisiones de RMBS

Por segundo año consecutivo, en 2011 el Fovissste y el Infonavit fueron los únicos emisores de RMBS en México y esperamos que así se mantengan en 2012. El año pasado, presenciamos un descenso de 37% en el número de nuevas transacciones de RMBS calificadas, y de 28% en el monto de las mismas, todas las cuales estuvieron respaldadas por carteras hipotecarias originadas exclusivamente por el Fovissste y el Infonavit (véase la Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
**Emisión acumulada de RMBS mexicanos (mensual)**



Durante ese periodo, bajamos nuestras calificaciones de 22 series de RMBS a fin de reflejar los elevados niveles de morosidad e incumplimiento que afectaron los esfuerzos de las transacciones para acumular sobreaforo e hicieron más lentos los procesos de ejecución y venta de las propiedades recuperadas. Hemos visto una mayor monetización de las propiedades ejecutadas en los últimos dos años y a precios mayores respecto de nuestros valores de recuperación esperados. A pesar de esto, todavía no está claro si esta tendencia continuará en 2012 o si los administradores de activos reducirán los precios de venta de los activos recuperados para acelerar los procesos. Por ahora, los mayores valores de recuperación han compensado parcialmente el incremento en los niveles de incumplimiento al proveer de flujo de efectivo adicional a los fideicomisos. Sin embargo, un mayor porcentaje de los activos en la mayoría de los fideicomisos está pasando por largos procesos de ejecución y readjudicación o son propiedades recuperadas difíciles de vender (vea "Índice de RMBS Mexicanos: Incertidumbre económica mundial podría retrasar mejoras en desempeño de créditos hipotecarios en México durante lo que resta de 2011", publicado el 23 de agosto de 2011).

No hemos cambiado ninguna calificación sobre las transacciones del Infonavit y Fovissste porque sus niveles de sobreaforo han continuado incrementándose debido a sus estructuras semiturbo, que usan los flujos excedentes para pagar el principal de las series preferentes. Durante el próximo año, esperamos que el Fovissste y el Infonavit continúen dominando las emisiones en el mercado de RMBS conforme trabajan para cumplir con sus objetivos de originación de hipotecas. Debido a los cambios en la ley del Infonavit, podríamos ver bursatilizaciones de créditos denominados en pesos, lo que expandiría la base de inversionistas en el segundo semestre de 2013 (hasta ahora, el Infonavit solo otorgaba créditos ligados al salario mínimo).

También esperamos un crecimiento modesto del PIB de alrededor de 3.2% en 2012, una tasa de inflación similar a la que observamos en los últimos años (de alrededor de 4%) y tasas de interés

estables. Estos factores podrían respaldar niveles de empleo comparables a los de 2011 (cuando la tasa de desempleo se ubicó entre 5% y 6%) y ayudar a estabilizar la morosidad de los RMBS en los próximos años. En el corto a mediano plazo, sin embargo, los grandes inventarios de vivienda en algunos estados probablemente continuarán presionando las recuperaciones por venta de inmuebles en las regiones del norte del país que hayan tenido problemas relacionados con la violencia.

### **Emisión de ABS se mantendrá sólida debido a su trayectoria histórica**

Con base en su desempeño histórico, anticipamos una marcada estabilidad de las calificaciones en 2012 para las transacciones respaldadas por créditos para automóviles (minoristas y mayoristas), cuentas por pagar y financiamiento al consumo.

El desempeño de las bursatilizaciones respaldadas por créditos para automóviles siguió fortaleciéndose durante los últimos 18 meses como resultado de la estabilidad en sus niveles de incumplimiento y pérdida. Debido a ello, no hemos modificado ninguna calificación sobre estas transacciones. Las bursatilizaciones correspondientes a cuentas por pagar también continuaron desempeñándose bien y su respaldo crediticio se encuentra en los niveles objetivo especificados en los documentos correspondientes (los niveles de respaldo crediticio toman en cuenta diluciones y pérdidas, excluyen cuentas no elegibles y consideran estrés en la tasa de interés). Como esperábamos, las reservas dinámicas se han ajustado rápidamente para cubrir las pérdidas y morosidad.

Esperamos que los montos de emisión de ABS crezcan moderadamente durante 2012, tras un descenso de casi 40% en 2011 debido a la ausencia de bursatilizaciones de créditos para automóviles, las cuales podrían regresar al mercado en 2012 en forma de nuevas bursatilizaciones de créditos al menudeo y mayoreo. También esperamos que entren otros participantes al mercado, porque como se mostró en 2011, muchos de estos tipos de activos ganaron reputación por su resistencia a las crisis financieras. La emisión de transacciones respaldadas por arrendamiento de autos y equipos probablemente también continúen, mientras que las de créditos a la construcción se vayan repagando lentamente.

### **Desempeño de bursatilización de participaciones e ingresos tributarios se mantendrán estables**

A diciembre de 2011, las bursatilizaciones de participaciones federales calificadas por Standard & Poor's habían crecido 33% frente al mismo periodo de 2010 y esperamos que esta tendencia prevalezca en 2012. Durante 2011, el monto total de la deuda adquirida por estados y municipios respaldada por participaciones federales y otros ingresos tributarios aumentó sustancialmente porque las entidades subsoberanas refinanciaron su deuda con tasas de interés más bajas o vencimientos más largos.

Debido al cambio en la regulación respecto a las reglas de capitalización de los bancos para la deuda de estados y municipios, los incentivos de los bancos para diversificar su financiamiento podrían incrementarse y los estados y municipios podrían tratar de acudir nuevamente al mercado y hacer colocaciones públicas en lugar de buscar financiamiento privado.

Durante 2011, bajamos las calificaciones de 10 series de transacciones respaldadas por impuestos, siete de las cuales se derivaron del debilitamiento de la calidad crediticia y la resultante baja de calificación de los gobiernos relacionados y las otras tres fueron debido a las enmiendas en los términos y condiciones de los financiamientos. A la fecha, todas estas transacciones se han desempeñado de acuerdo con lo esperado y han mostrado niveles robustos de DSCR. No esperamos ningún cambio en las calificaciones vinculado al desempeño en el corto plazo porque prevemos un flujo estable de las participaciones federales durante 2012.

### **Será mínima la emisión de bursatilizaciones de otros tipos de activos**

Las calificaciones de bonos sintéticos y emisiones con garantía crediticia parcial (PCG, por sus siglas en inglés) depende de las calificaciones de los emisores o entidades relacionadas (por ejemplo, las empresas o bancos que operan como emisores) y de las calificaciones de los garantes u otras entidades de referencia. Por consiguiente, cualquier cambio que hagamos durante este año en las calificaciones probablemente seguirá a nuestros cambios de calificación de los emisores o

entidades relacionadas. En 2011, el monto de las emisiones creció 53% en comparación con 2010. Si la economía sigue débil, las empresas pueden elegir emitir una transacción de PCG con una calificación más alta en lugar de deuda tradicional sin respaldo, si el análisis de costo-beneficio de pagar una comisión de garantía frente al menor margen sugiere un mayor valor para ellos.

Actualmente calificamos una transacción de deuda colateralizada respaldada por RMBS y una transacción respaldada por créditos a entidades subnacionales garantizados por ingresos futuros. No esperamos nuevas emisiones de este tipo durante 2012 dado el débil desempeño global de estas inversiones y la escasa demanda de los inversionistas.

### **Pocas sorpresas en el camino para el mercado mexicano de bursatilización en 2012**

En 2012, esperamos tomar menos acciones negativas sobre las calificaciones de las transacciones existentes en comparación con 2010 y 2011. El desempeño de RMBS dependerá en gran medida de los esfuerzos de cobranza, aunados a la salud de la economía para permitir a los deudores cumplir a tiempo con sus pagos, y del monto y oportunidad de la recuperación proveniente de las propiedades adjudicadas. Los niveles continuamente elevados de ejecuciones en regiones con altos inventarios de vivienda podrían llevar a la baja los precios de las propiedades ejecutadas, disminuyendo las recuperaciones que se podrían obtener por su venta.

En general, Standard & Poor's considera que la emisión de deuda en el mercado de financiamiento estructurado durante 2012 será similar al de 2011 gracias a emisores establecidos (como el Infonavit y el Fovissste), con pocas sorpresas ya que la incertidumbre financiera podría alejar a los inversionistas del riesgo relacionado con entidades no gubernamentales.

Copyright © 2012 por Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P). Todos los derechos reservados. Ninguna parte de esta información puede ser reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin autorización previa por escrito de S&P. S&P, sus filiales y/o sus proveedores tienen derechos de propiedad exclusivos en la información, incluyendo las calificaciones, análisis crediticios relacionados y datos aquí provistos. Esta información no debe usarse para propósitos ilegales o no autorizados. Ni S&P, ni sus filiales ni sus proveedores o directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad de la información. S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes no son responsables de errores u omisiones, independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso de tal información. S&P, SUS FILIALES Y PROVEEDORES NO EFECTÚAN GARANTÍA EXPLÍCITA O IMPLÍCITA ALGUNA, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR. En ningún caso, S&P, sus filiales o sus proveedores y directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes serán responsables frente a terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso de la información contenida aquí incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Las calificaciones y los análisis crediticios relacionados de S&P y sus filiales y las declaraciones contenidas aquí son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna. S&P no asume obligación alguna de actualizar toda y cualquier información tras su publicación. Los usuarios de la información contenida aquí no deben basarse en ella para tomar decisiones de inversión. Las opiniones y análisis de S&P no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza tareas de auditoría ni asume obligación alguna de revisión o verificación independiente de la información que recibe. S&P mantiene ciertas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en relación a cada uno de los procesos analíticos.

*S&P Ratings Services recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis crediticios relacionados, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de disseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingdirect.com](http://www.ratingdirect.com) y [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).*