

Sociedades de Inversión  
México  
Reporte Especial

## El riesgo de mercado en los fondos de deuda y su impacto en los rendimientos

### Analistas

Daniela Pérez  
+52 81 83999100  
[daniela.perez@fitchratings.com](mailto:daniela.perez@fitchratings.com)

Aurelio Cavazos  
+52 81 83999100  
[aurelio.cavazos@fitchratings.com](mailto:aurelio.cavazos@fitchratings.com)

Bertha Cantú  
+52 81 83999128  
[bertha.cantu@fitchratings.com](mailto:bertha.cantu@fitchratings.com)

Adriana Beltrán  
+52 81 83999151  
[adriana.beltran@fitchratings.com](mailto:adriana.beltran@fitchratings.com)

Mónica Ibarra  
+52 81 83999150  
[monica.ibarra@fitchratings.com](mailto:monica.ibarra@fitchratings.com)

### Reportes Relacionados

- *-Criterios Globales de Calificación para Fondos de Deuda, Febrero 10, 2010*
- *Metodología de Calificación Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda, Febrero 3, 2009.*

### Objetivo

El presente reporte tiene como finalidad explicar cuál es la relación entre la volatilidad que presentan los rendimientos de las Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda (SIID) y las calificaciones de riesgo de mercado que Fitch tiene asignadas; lo anterior con el propósito de visualizar en forma práctica la finalidad de la asignación de este componente de la calificación a las Sociedades de Inversión.

Asimismo, en este informe se expone brevemente los aspectos regulatorios de las SIID y el contexto económico y financiero del mercado, la relación existente entre los diferentes niveles de calificación de riesgo mercado y la desviación estándar que muestra el promedio de sus rendimientos, finalizando con el análisis de la evolución de los principales indicadores de riesgo de mercado, en base a los promedios mostrados para cada nivel de calificación.

Para el análisis de riesgo de mercado, Fitch considera la sensibilidad que tienen las carteras de las Sociedades de Inversión en Instrumentos de deuda a condiciones cambiantes del mercado, medida a través de los indicadores definidos en la Metodología aplicable.

Al cierre de junio de 2010, Fitch tiene asignadas calificaciones a 161 Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda las cuales se encuentran disponibles en [www.fitchmexico.com](http://www.fitchmexico.com). A la misma fecha los 265 fondos vigentes en el mercado, según datos publicados en la página de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), registraron \$932,157 millones de pesos en activos netos y 1,720,551 clientes totales.

### Aspectos Generales Regulatorios

Las SIID se encuentran reguladas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y los documentos que rigen a las mismas, los cuales son la Ley de Sociedades de Inversión y la Circular Única de Sociedades de Inversión (CUSI). Esta última promulga las disposiciones de carácter general aplicables a las Sociedades de Inversión y a las personas que les prestan servicios. Entre las disposiciones se establece que las SIID deben contar con una calificación otorgada por una institución calificadora.

El artículo 92 de la Circular define el riesgo de mercado como: "La pérdida potencial ante cambios en los factores de riesgo que inciden sobre la valuación o sobre los resultados esperados en las inversiones o pasivos a cargo de las sociedades de inversión, tales como movimientos de precios, tasas de interés, tipos de cambio, índices de precios, entre otros".

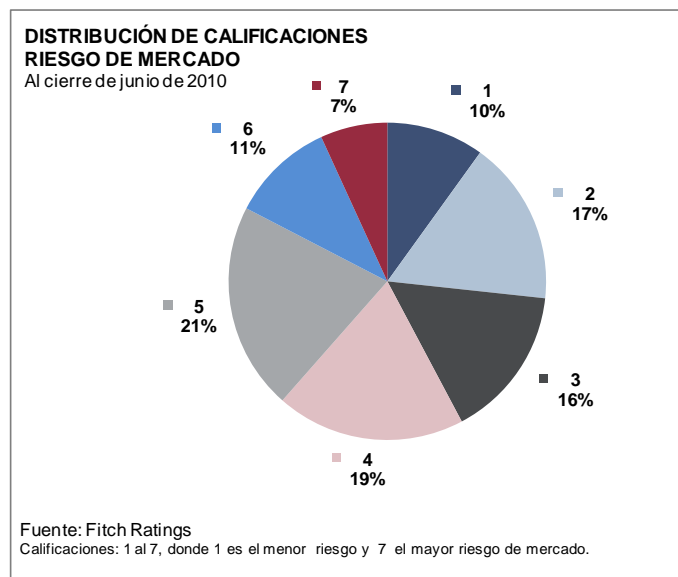
## Riesgo de Mercado

Acorde con la metodología correspondiente a Fondos de deuda, las carteras de las 161 SIID calificadas por Fitch al 30 de junio de 2010 son analizadas a través de un monitoreo constante implicando posibles cambios de calificación que reflejen de manera actualizada los riesgos inherentes a la composición de sus portafolios en los componentes de Calidad Crediticia y de Riesgo de Mercado.

Para efectos de este reporte, el enfoque se realiza únicamente sobre el componente de calificación de Riesgo de Mercado, el cual Fitch define como: “la sensibilidad del portafolio para ajustarse ante condiciones cambiantes de mercado”.

La metodología vigente a la fecha establece una escala de 7 niveles, donde el Riesgo de Mercado ‘1(mex) F’ significa una sensibilidad *extremadamente baja* y el Riesgo de Mercado ‘7(mex) F’ significa una sensibilidad  *muy alta*.

A continuación se presenta la distribución de las 161 calificaciones de Riesgo de Mercado asignadas a las SIID al 30 de junio de 2010:



## Contexto Económico y Financiero

Derivado de las adversidades que han enfrentado los mercados económicos y financieros a nivel mundial en los últimos años, el mercado financiero doméstico se ha ajustado mostrando durante el 2009 movimientos a la baja en las tasas de interés e inflación, mismos que han provocado que las sociedades de inversión de deuda hayan realizado cambios acortando los plazos de inversión, buscando con esto adaptarse a las condiciones prevalecientes del mercado.

Durante el 2009 México tuvo una inflación anual de 3.57% registrando una considerable disminución respecto al 2008, periodo en el cual ésta fue de 6.53%. Al cierre de junio de 2010, la inflación mensual fue de (.03%), la acumulada en el año de 1.39% y la anualizada de 3.69%. De acuerdo a la “Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado: Junio de 2010” publicada por el Banco de México, el consenso es que para el 2010 se alcance una inflación general anual, medida con el INPC, de 4.66%.

TASA OBJETIVO DEL BANCO DE MEXICO	
FECHA DE BAJA	TASA OBJETIVO *
21-Ene-08	7.50
31-Dic-08	8.25
16-Ene-09	7.75
20-Feb-09	7.50
20-Mar-09	6.75
17-Abr-09	6.00
15-May-09	5.25
19-Jun-09	4.75
17-Jul-09	4.50

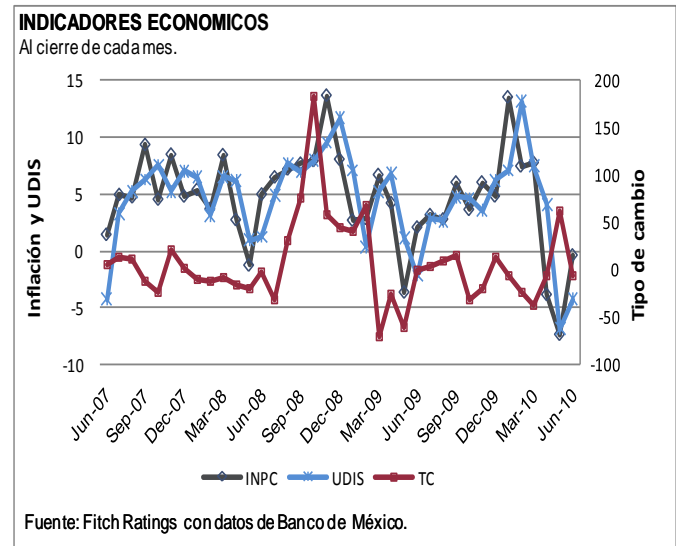
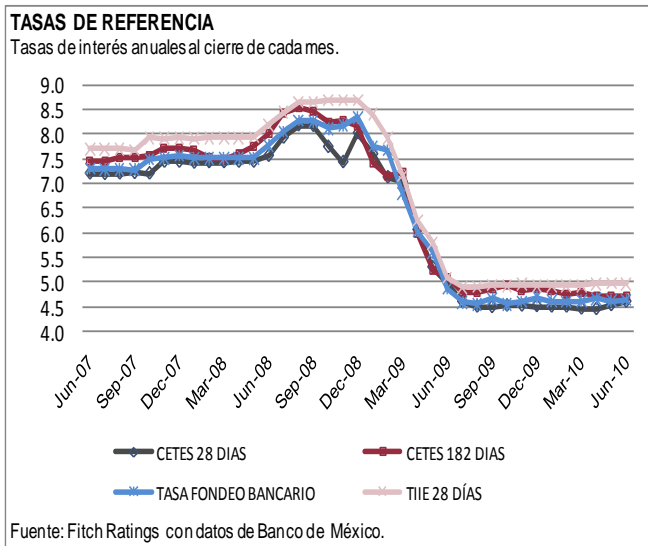
\* Meta establecida por el Banco de México para la tasa de interés en operaciones de fondeo interbancario a un día.

Fuente: Banxico

El recorte en la tasa de interés objetivo del Banco de México fue dándose mensualmente durante el primer semestre del 2009. Al 31 de diciembre de 2008, esta tasa se encontraba en 8.25% y durante el último ajuste efectuado el 17 de julio de 2009, se redujo a 4.50%, permaneciendo hasta el momento en expectativa de cualquier anuncio de política monetaria por parte del Banco de México.

En la gráfica TASAS DE REFERENCIA se observa la relación que existe entre el comportamiento antes mencionado de la tasa de interés objetivo del Banco de México y las tasas de referencia del mercado de dinero, donde el Cete 28 días otorgó al cierre de junio de 2010 un 4.59% anual, y la TIIE 28 días se ubicó en 4.95% anual.

Asimismo, es importante mencionar que el comportamiento de las tasas de referencia del mercado de dinero y de los indicadores económicos se refleja en la volatilidad de los rendimientos de las SIID, ya que los instrumentos que componen los portafolios de estos fondos son valuados diariamente por proveedores de precios autorizados, ajustándolos a los movimientos en las tasas, a los spreads, a la inflación, tipo de cambio y valor de las UDIS, entre otros; esto con el objetivo de reflejar los efectos de las condiciones económicas y financieras del mercado sobre los precios.



MUESTRAS	
<b>TODO EL MERCADO</b>	
CF	14
ME	43
<b>EXCLUIDAS</b>	
RM 1	37
RM 2	36
RM 3	36
RM 4	36
RM 5	37
RM 6	20
RM 7	6
<b>INCLUIDAS</b>	
208	
<b>TOTAL</b>	
265	

Muestras para Junio 2010.  
Fuente: Fitch Ratings y AMIB.

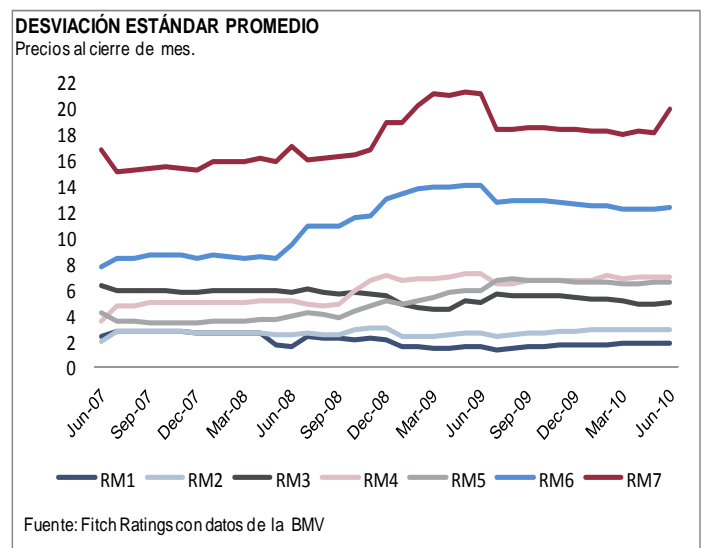
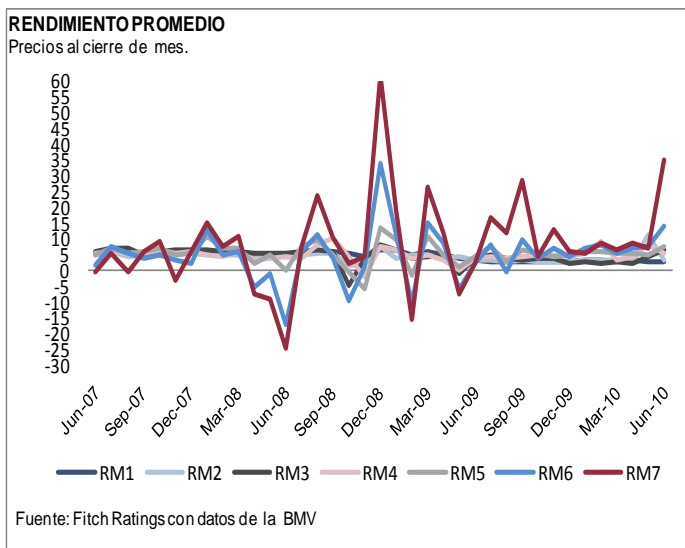
## Rendimientos y Desviación Estándar

Las calificaciones de Riesgo de Mercado de las Sociedades de Inversión otorgadas por Fitch Ratings reflejan, en base a indicadores de riesgo de mercado, la sensibilidad que tienen los portafolios de cada una de las sociedades calificadas a verse afectados por cambios en los precios de los instrumentos que los conforman.

De acuerdo a la relación inversa que existe entre el precio y el rendimiento de un bono, que si se grafica nos presenta una curva convexa, los precios de los instrumentos de deuda que componen las carteras de las SIID han ido variando dependiendo de los plazos y características de los mismos, reflejando los movimientos a la baja en las tasas de interés del mercado de dinero, según se ha ido ajustando el mercado doméstico a las condiciones de mercado global.

La Bolsa Mexicana de Valores presenta el precio diario de todas las SIID que operan en el mercado, las cuales se encuentran calificadas de acuerdo a una escala numérica homogénea establecida por la CNBV, donde el Riesgo de Mercado 1 es la mejor calificación y el Riesgo de Mercado 7 es la calificación más baja.

A continuación se presentan las gráficas con los promedios del rendimiento mensual y de la volatilidad; aquí medida a través de la desviación estándar de los rendimientos de los últimos 36 meses, de cada una de las muestras (RM1 a RM7) que incluyen la totalidad del mercado de SIID; clasificadas de acuerdo al Riesgo de Mercado asignado en escala homogénea, excluyendo en cada uno de los meses analizados las SIID que de acuerdo a sus características, Fitch las clasifica como Sociedades de Capital Fijo o de Moneda Extranjera (Cobertura).



Las muestras de mejor calificación de Riesgo de Mercado (RM1 a RM3) presentan un rendimiento promedio mensual más estable durante Junio 2007-Junio 2010, debido a que sus portafolios están constituidos por papeles que por sus características resisten con más facilidad los cambios que se han presentado en las tasas de interés durante el mismo periodo, siendo menos afectados en su valuación diaria por el hecho de presentar en su conjunto menor Duración Modificada, DRTE y Average Life, y por otro lado mayor Liquidez menor a 3 meses.

De igual manera, en la gráfica Rendimiento Promedio se puede observar que las muestras RM6 y RM7 presentan promedios muy variables en comparación con las muestras RM1 a RM5, lo que nos indica que las SIID que las integran se componen de instrumentos que tienen una mayor Duración Modificada y principalmente tasas fijas a largo plazo, que se traducen en Días de Revisión de Tasa Efectivos y Average Life mayores, así como en menor Liquidez a 3 meses.

Basándonos en la gráfica de Desviación Estándar Promedio podemos concluir que conforme se deteriora la calificación asignada de Riesgo Mercado, las SIID que conforman cada muestra presentan una mayor volatilidad en sus rendimientos, esto ocasionado porque sus carteras están compuestas por instrumentos de deuda más sensibles a las condiciones cambiantes de mercado; en particular a las tasas de interés y a los plazos. Lo anterior se puede observar principalmente durante los meses de octubre 2008 a julio 2009, ya que la volatilidad de las SIID se incrementó por los movimientos a la baja en las tasas de interés durante el mismo periodo (Ver gráfica TASAS DE REFERENCIA de la Pág. 3).

MUESTRAS	
<b>FITCH RATINGS</b>	
CF	10
ME	28
<b>EXCLUIDAS</b>	<b>38</b>
RM 1	15
RM 2	23
RM 3	21
RM 4	22
RM 5	27
RM 6	10
RM 7	5
<b>INCLUIDAS</b>	<b>123</b>
<b>TOTAL</b>	<b>161</b>

Muestras para Junio 2010.  
Fuente: Fitch Ratings

### Análisis de Indicadores Promedio

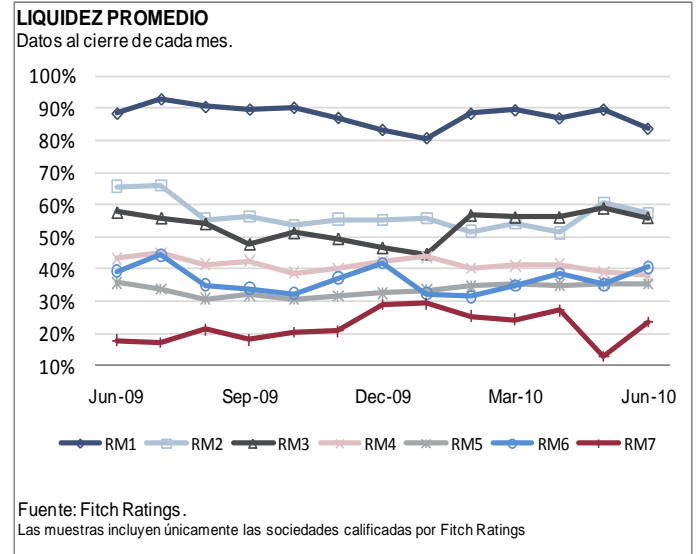
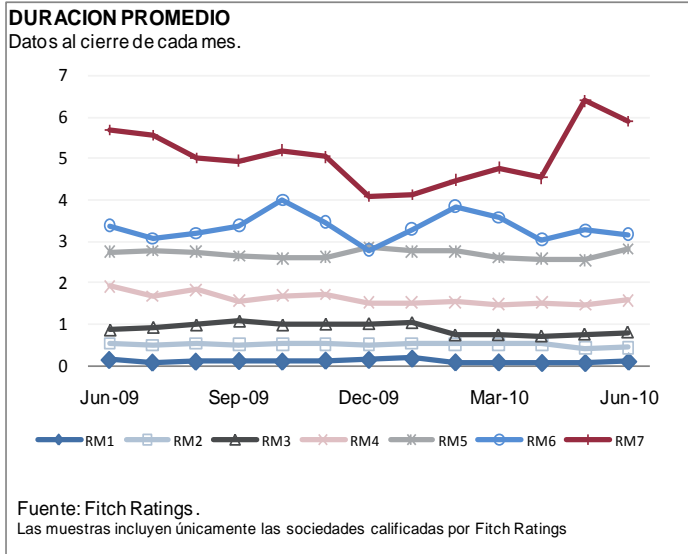
Fitch considera en su metodología varios factores de análisis que, en conjunto y acorde a ponderaciones determinadas para cada uno de ellos, reflejan la sensibilidad de las SIID a las condiciones cambiantes del mercado. Para cada uno de estos factores, en función a los diferentes niveles de calificación, se establecen rangos de medición según la liquidez que otorgan los fondos a sus inversionistas.

Los factores objeto de este análisis son: la Duración Modificada, la Liquidez menor a 3 meses, los Días de Revisión de Tasa Efectivos y el Average Life. Estos factores son representados a través de promedios de MUESTRAS (RM1 a RM7) de fondos para cada nivel de calificación de riesgo de mercado mostrada. Dentro del análisis se excluyen 38 sociedades de las 161, debido a que por sus características distorsionan las muestras y, Fitch Ratings las clasifica internamente como Sociedades de Capital Fijo o Sociedades de Moneda Extranjera (Cobertura).

A continuación se presentan las gráficas donde se puede observar el comportamiento del promedio de los factores conforme a la MUESTRA (RM1 a RM7) a la que pertenecen los fondos incluidos en el análisis.

### Duración Modificada y Liquidez Menor a Tres Meses

La relación entre la Duración y la Liquidez en las SIID es inversa, ya que los fondos que presentan una mayor duración promedio son los que muestran una menor liquidez promedio y viceversa, lo cual se ve reflejado en el Riesgo de Mercado.



Respecto a la Duración Modificada, es importante mencionar que la CNBV en la CUSI, establece que las SIID se clasifican de acuerdo a la duración de sus activos objeto de inversión conforme a lo siguiente:

Clasificación	Duración Promedio Ponderada*
Corto plazo	Menor o igual a un año
Mediano plazo	Mayor a un año y menor o igual a tres años
Largo plazo	Mayor a tres años

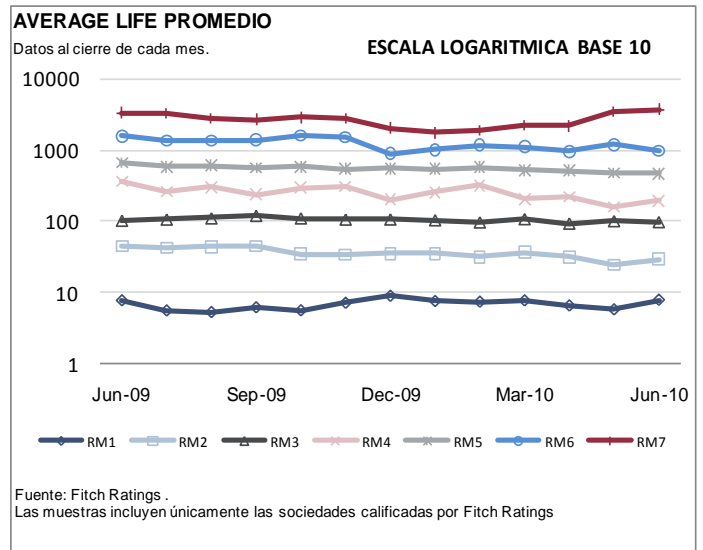
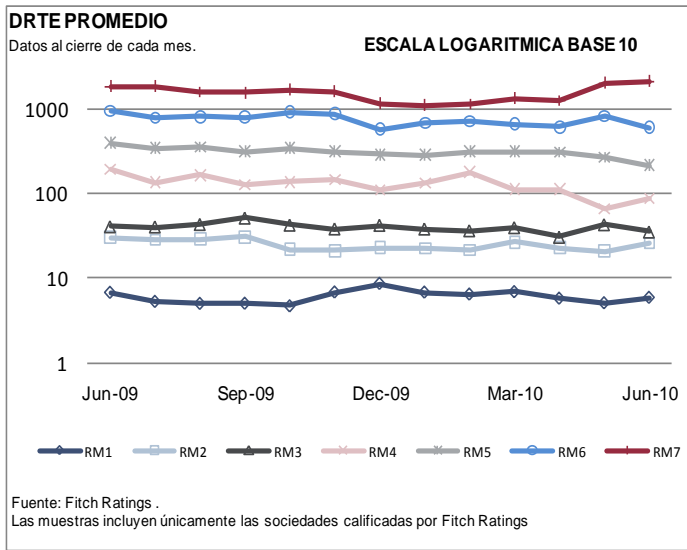
Fuente: CNBV

\* Calculada bajo la metodología que al efecto se señale en el prospecto de información al público.

Las gráficas anteriores nos reflejan que las SIID que componen cada muestra, presentan promedios de Duración y Liquidez menor a tres meses adecuados al nivel de calificación asignado de acuerdo a los parámetros establecidos en la metodología correspondiente. Asimismo, se observa que estos indicadores están alineados con los parámetros de inversión y clasificación específica para cada uno de los fondos y con la liquidez que otorgan; ya que los fondos que tienen una Duración menor y que conceden una Liquidez mayor (RM1) son los que invierten a menores plazos en instrumentos menos sensibles a cambios en los precios de los bonos; y por el contrario, los fondos que invierten a plazos más largos (RM6 y RM7) son más sensibles a la volatilidad en los precios de los instrumentos y, dado que sus portafolios presentan plazos de vencimiento mayores, otorgan una liquidez menor a sus inversionistas.

**Días de Revisión de Tasa Efectiva y Average Life**

Los promedios de los indicadores Días de Revisión de Tasa Efectiva (DRTE) y Average Life, oscilan entre [5 días y 2,149 días] y [5 días y 3,719 días] respectivamente, dependiendo de la muestra a la que pertenecen; por lo que para efectos de presentación las gráficas son en escala logarítmica base 10.



Las dos gráficas anteriores evidencian claramente la diferencia entre los promedios de cada muestra para los indicadores de DRTE y Average Life, los cuales van en función de la composición del portafolio de las SIID que integran cada muestra. Es importante mencionar que los promedios de Junio 2010, respecto a los promedios de Junio 2009, son menores para todas las muestras excepto para la muestra RM7, esto ocasionado por las características de los fondos que la componen, los cuales son en su totalidad de Largo Plazo y de acuerdo a lo establecido en sus prospectos de inversión y a lo dictado por la CUSI, sus activos objeto de inversión en conjunto, deben presentar DRT mayores a 721 días o una Duración promedio ponderada mayor a 3 años.

Entre más altos son los DRTE mayor es el riesgo de mercado, porque las tasas tardan más en ajustarse a las condiciones de mercado o inclusive permanecen sin actualizarse, en el caso de valores a tasa fija.

El Average Life, utilizado por Fitch, es un indicador medido en días, que incorpora a los DRTE, el efecto del Riesgo Spread, así como un ajuste por indización a la inflación. Lo

que se observa en la gráfica antes presentada es que las SIID que componen la muestra RM7, muestran portafolios que se encuentran conformados por instrumentos con una sensibilidad muy alta a los ajustes por riesgo spread y a los movimientos en las tasas de mercado nominales, así como por instrumentos de largo plazo con tasa fija que presentan una relación inversa entre el precio del bono y su rendimiento.

### **Conclusión**

Como se ha observado en el presente reporte, los indicadores de Riesgo de Mercado utilizados por Fitch Ratings reflejan claramente el riesgo asumido por cada portafolio considerando sus características, estrategia y régimen de inversión. Si bien nuestra calificación considera primordialmente el análisis de los indicadores aquí descritos a cierta fecha, es relevante mencionar que Fitch toma en cuenta la importancia de la congruencia en los mismos a través del tiempo, por lo que en ocasiones pueden observarse calificaciones con un enfoque más conservador acorde a la estrategia del fondo.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.