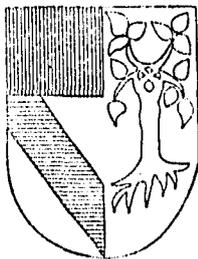


308902

11
24



UNIVERSIDAD PANAMERICANA

ESCUELA DE ADMINISTRACION
con estudios incorporados a la Universidad
Nacional Autónoma de México

MERCADO DE FUTUROS Y
OPCIONES EN MEXICO

T E S I S

Que para obtener el Título de:
LICENCIADO EN ADMINISTRACION

P r e s e n t a:

ROBERTO D' CARLO, CUEVAS ARRIAGA

Asesor: Lic. Adolfo Hernández Martínez

México, D.F.

1996

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

*A la memoria de mi abuelita Luchita,
q. e. p. d.*

*A Chucho,
q. e. p. d.*

A mi abuelita Conchita.

*A mis padres,
porque los principios que me inculcaron
son invaluables, así como su esfuerzo y
sacrificio no sólo son admirables sino
que han sido para mí el mejor ejemplo a
seguir.*

A mi hermana.

A mis familiares y amigos.

INDICE

| | PAG. |
|---|------|
| INTRODUCCION | |
| CAPITULO I | |
| 1.0 Antecedentes | 4 |
| 1.1 Principales Indicadores Económicos | 6 |
| 1.1.1 Balanza de Pagos | 7 |
| 1.1.2 Cuenta Corriente | 7 |
| 1.1.3 Cuenta de Capital | 7 |
| 1.1.4 Endeudamiento Externo | 7 |
| 1.1.5 Errores y Omisiones | 8 |
| 1.1.6 Variación en el Nivel de las Reservas Internacionales | 8 |
| 1.2 Tipos de Cambio | 8 |
| 1.2.1 Tipo de Cambio Fijo | 9 |
| 1.2.2 Tipo de Cambio Libre | 9 |
| 1.2.2.1 Tipo de Flotación manejada | 9 |
| 1.2.2.2 Tipo de Deslizamiento Controlado | 10 |
| 1.2.3 La Relación de Paridad del poder de compra | 11 |
| 1.2.4 Procesos de Ajuste | 12 |
| 1.2.5 Regiones | 13 |
| 1.3 El Sistema Financiero Internacional | 14 |
| 1.3.1 El Bretton Woods | 14 |
| 1.3.1.1 El Plan Marshall | 15 |
| 1.3.1.2 El Final del Bretton Woods | 15 |
| 1.3.2 Euromercados | 16 |
| 1.3.2.1 Importancia para México | 17 |
| 1.3.3 Mercado de Cambios | 18 |
| 1.3.3.1 Tipo de Cambio | 18 |
| 1.3.3.2 Mercado Spot | 18 |
| 1.3.3.3 El Mercado Cambiario en México | 19 |
| 1.3.4 Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo | 19 |
| 1.3.4.1 Antecedentes | 19 |
| 1.3.4.2 Objetivo | 19 |
| 1.3.4.3 Participantes | 19 |
| 1.4 Instrumentos de los Mercados de Dinero Internacionales | 22 |
| 1.4.1 Certificados de la Tesorería de los EUA (Treasury Bills) | 22 |
| 1.4.2 Fondos Federales (Federal Funds) | 23 |
| 1.4.3 Aceptaciones Bancarias | 23 |
| 1.4.4 Certificados de Depósito Negociables | 24 |
| 1.4.5 Papel Comercial | 25 |
| 1.4.6 Reportes | 25 |
| 1.4.7 Participación de una empresa mexicana en el mercado de papel comercial en EUA | 26 |

| | | |
|---------|--|----|
| 1.5 | Mercado Internacional de Capitales | 28 |
| 1.5.1 | Introducción | 28 |
| 1.5.2 | Euromercados de Capitales | 29 |
| 1.5.3 | Eurobonos | 29 |
| 1.5.4 | Foreign Bonds | 32 |
| 1.5.5 | American Depositary Receipts (ADR's) | 35 |
| 1.6 | Bursatilización | 37 |
| 1.6.1 | Definición | 37 |
| 1.6.2 | Introducción | 37 |
| 1.6.3 | Estructuras | 37 |
| 1.6.4 | Operación | 38 |
| 1.6.5 | Bursatilización de Tarjetas de Crédito | 39 |
| 1.7 | Crédito Internacional | 41 |
| 1.7.1 | Introducción | 41 |
| 1.7.2 | Riesgos | 41 |
| 1.7.2.1 | Riesgos Financieros | 41 |
| 1.7.2.2 | Conversión de Moneda | 41 |
| 1.7.2.3 | Riesgo País | 42 |
| 1.7.3 | Estructura del Crédito | 42 |
| 1.7.4 | Tipos de Financiamiento | 43 |
| 1.7.5 | Políticas de Crédito | 44 |

CAPITULO 2

SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

| | | |
|-------|--|----|
| 2.1 | Sistema Financiero Mexicano | 46 |
| 2.1.1 | Entidades Reguladoras | 47 |
| 2.1.2 | Banca de Desarrollo | 48 |
| 2.1.3 | Agrupaciones Financieras | 49 |
| 2.1.4 | Bancos Extranjeros | 49 |
| 2.1.5 | Organismos Bursátiles | 49 |
| 2.1.6 | Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito | 50 |
| 2.1.7 | Instituciones de Seguros y Fianzas Independientes | 50 |
| 2.2 | El Sistema Bursátil Mexicano | 50 |
| 2.2.1 | Los Intermediarios Bursátiles | 50 |
| 2.2.2 | Las Casas de Bolsa | 51 |
| 2.2.3 | Los Especialistas Bursátiles | 54 |
| 2.3 | La Bolsa Mexicana de Valores , S.A. de C.V. | 55 |
| 2.3.1 | Breve Historia de la Bolsa Mexicana de Valores | 55 |
| 2.3.2 | El Piso de Remates | 56 |
| 2.3.3 | Tipos de Ordenes y Operaciones | 57 |

| | | |
|---------|--|----|
| 2.4 | Clasificación de los Valores en la Bolsa Mexicana de Valores | 59 |
| 2.4.1 | Mercado de Dinero | 59 |
| 2.4.1.1 | Elementos que configuran el Mercado de Dinero | 60 |
| 2.4.1.2 | Características del Mercado de Dinero | 60 |
| 2.4.1.3 | Operaciones que se realizan en Mercado de Dinero | 61 |
| 2.4.1.4 | Mesa de Dinero | 61 |
| 2.4.1.5 | Trading | 61 |
| 2.4.1.6 | Fondeo | 62 |
| 2.4.1.7 | Instrumentos que integran el Mercado de Dinero | 62 |
| 2.4.2 | Mercado de Capitales | 63 |
| 2.4.2.1 | Definición | 63 |
| 2.4.2.2 | Antecedentes | 63 |
| 2.5 | La Comisión Nacional Bancaria y de Valores | 65 |
| 2.6 | Instituciones para el Depósito de Valores | 66 |

CAPITULO 3

LOS PRODUCTOS DERIVADOS

| | | |
|--------|--|----|
| 3.1 | Los Productos Derivados | 67 |
| 3.2 | La Creación del Mercado de Futuros y Opciones en México | 68 |
| 3.3 | Antecedentes de los futuros | 70 |
| 3.4 | Definición de un futuro | 71 |
| 3.5 | Principales Productos sobre los que se emiten contratos de futuros | 72 |
| 3.6 | Principales Productos financieros que emiten contratos de futuros | 74 |
| 3.7 | Principales Bolsas de Futuros del Mundo | 75 |
| 3.8 | Definición de Contratos de Futuros | 76 |
| 3.8.1 | Características Principales | 76 |
| 3.9 | Diferencias entre Contratos de Forward's y Futuros | 77 |
| 3.10 | Componentes Básicos de los Futuros | 78 |
| 3.10.1 | Estandarización | 78 |
| 3.10.2 | Cámara de Compensación | 78 |
| 3.10.3 | Márgen | 79 |
| 3.11 | Tecnología | 80 |
| 3.12 | Antecedentes de los Forwards y Futuros | 81 |
| 3.13 | Desarrollo del Mercado de Futuros en México | 84 |
| 3.14 | Las Tres Etapas del Mercado de Futuros | 85 |
| 3.15 | Operación de Futuros sobre el Tipo de Cambio | 85 |
| 3.16 | Futuros del Peso en Chicago | 87 |
| 3.16.1 | Operatividad | 87 |
| 3.16.2 | Forma de leer las Cotizaciones | 88 |
| 3.16.3 | Cálculo de Variación del Precio | 88 |

CAPITULO 4

OPCIONES

| | | |
|-------|--|-----|
| 4.1 | Antecedentes | 92 |
| 4.2 | Definición | 92 |
| 4.3 | Características Principales | 93 |
| 4.3.1 | Emisor | 93 |
| 4.3.2 | Prima | 94 |
| 4.3.3 | Tenedor | 94 |
| 4.3.4 | Valor Intrínseco | 94 |
| 4.3.5 | Valor Tiempo o Valor Extrínseco | 95 |
| 4.4 | Opciones de Compra | 96 |
| 4.5 | Opciones de Venta | 103 |
| 4.6 | Cómo pueden ayudar los títulos opcionales a las empresas | 107 |
| 4.7 | Estrategias | 110 |
| 4.7.1 | Escenario Optimista (Bullish Strategies) | 111 |
| 4.7.2 | Escenario Pesimista (Bearish Strategies) | 112 |
| 4.7.3 | El Warrilindro: Tomando riesgo y seguridad al mismo tiempo | 113 |
| 4.7.4 | El Warrilindro: Tomando riesgo | 115 |
| 4.7.5 | Títulos Opcionales con Rendimiento Topado Americanos | 118 |
| 4.7.6 | Acciones, Opciones y Renta Fija | 120 |
| 4.8 | El Valor Futuro del dólar y las Opciones | 123 |
| 4.9 | Opciones del Tipo de Cambio | 125 |
| 4.9.1 | El Valor Futuro del Dólar y las Operaciones de Rango | 128 |

CAPITULO 5

MARCO LEGAL Y FISCAL

| | | |
|-----|----------------------|-----|
| 5.0 | Marco Legal y Fiscal | 133 |
| 5.1 | Marco Fiscal | 133 |
| 5.2 | Marco Legal | 134 |

| | |
|---------------------|------------|
| CONCLUSIONES | 136 |
|---------------------|------------|

BIBLIOGRAFIA

ANEXOS

INTRODUCCION

El presente trabajo tiene como finalidad dar una amplia perspectiva del Mercado de Futuros y Opciones en México , busca probar la hipótesis de que éste mercado es la mejor alternativa tanto para los inversionistas como para las personas morales que buscan nuevas formas para cubrirse contra el riesgo cambiario además de obtener rendimientos adicionales.

Durante el sexenio pasado el modelo económico neoliberal tenía como uno de sus principales objetivos llevar al país a tener una inflación de un dígito, no importando los costos que esto implicara.

Se tuvo un régimen de deslizamiento controlado del tipo de cambio para evitar presiones inflacionarias, se trató de privatizar el mayor número de dependencias gubernamentales y de fomentar la Economía de Mercado.

Sin embargo no se consideró que el Mercado por sí solo no resuelve los problemas económicos , como todos sabemos en Diciembre de 1994 ante el problema de liquidez que enfrentaba el país, el vencimiento de la emisión de Tesobonos y la demanda de dólares existente en el mercado hicieron que las reservas internacionales del país , que en algún momento llegaron a cifras record de más de 19,000 millones de dólares , fueran insuficientes para mantener un deslizamiento controlado del tipo de cambio.

Debido a factores políticos como las futuras elecciones presidenciales que se iban a llevar a cabo, al Partido Oficial y al Presidente de la República no les convenía hacer una devaluación moderada que respondiera a las presiones de un peso sobrevaluado por el temor de perder las elecciones.

Veinte días después de haber tomado posesión el nuevo gabinete se realiza la primera devaluación que era inminente debido a los factores ya mencionados, se dá el argumento de un "error", se responsabiliza al entonces Secretario de Hacienda, Jaime Serra Puche, connotado economista que entre su extenso curriculum llevó a cabo las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, y mostrando su fidelidad al sistema sale como "chivo expiatorio" , renuncia considerándose "incompetente" y se libera el tipo de cambio a la ley de la oferta y la demanda.

Con la liberación del tipo de cambio a la ley de la libre oferta y la demanda todos estamos conscientes del riesgo que representa una nueva devaluación para nuestra moneda.

Actualmente no se puede pensar en Directores Administrativos o de Tesorería, Inversionistas o empresarios que no realicen sus presupuestos, planeaciones de corto y largo plazo o proyectos de inversión en dólares.

Debido a ello es por lo que hasta hace poco tiempo se tuvo un gran volumen de operaciones de coberturas cambiarias; pero que como veremos en el desarrollo del presente trabajo tienen grandes desventajas.

La investigación se ha desarrollado a lo largo de 4 capítulos.

Para dar una amplia visión del tema que tocaremos, en el Primer Capítulo se da un esbozo del Sistema Financiero Internacional, de las principales razones económicas que lo mueven, del Mercado Cambiario Internacional, el Mercado Internacional de Dinero y de Capitales así como una explicación de lo que es la bursatilización.

Al encontrarse el mercado de futuros inmerso en el Sistema Financiero Mexicano, en el Segundo Capítulo damos una visión de cómo está conformado actualmente, las entidades reguladoras, los grupos financieros, el Sistema Bursátil Mexicano y la Bolsa Mexicana de Valores.

En el Tercer Capítulo entramos de lleno a los productos derivados, sus antecedentes, el desarrollo del Mercado de Futuros en México, las perspectivas para los inversionistas, así como el detalle de la forma de operación de este nuevo mercado en México, los futuros del peso en Chicago y la visión del desarrollo a largo plazo de este mercado.

En el Cuarto Capítulo abordamos las Opciones, características, principales estrategias para los inversionistas y las empresas.

Finalmente en el Quinto Capítulo se dan las características del Marco Legal y Fiscal en el que se encuentran inmersas estas operaciones tanto para los inversionistas como para los intermediarios financieros.

Por último se tienen una serie de anexos acerca de las Circulares de Banco de México, que rigen estos mercados, los estatutos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, así como de la Bolsa Mexicana de Valores.

En las conclusiones se describieron los principales resultados de esta investigación, se dan las ventajas y desventajas que representa el Mercado de Futuros y Opciones en nuestro país tanto para los inversionistas como para las empresas.

CAPITULO I

1.0 ANTECEDENTES.

Desde el inicio del sexenio de Carlos Salinas de Gortari de 1988-1994 se vislumbraba la posibilidad de que los particulares volvieran a participar en el capital de la banca y del Sistema Financiero Mexicano. Con esto se inició una nueva etapa que cambió muchos de los supuestos y obligó a realizar cambios de enfoque y orientación.

En el Plan Nacional de Desarrollo de 1988-1994 se pretendía como objetivo principal en materia económico-financiera fortalecer y consolidar institucionalmente el Sistema Financiero Mexicano procurando la complementación y coordinación de sus tres grandes grupos de instituciones:¹

La Banca Múltiple
El Sistema Financiero de Fomento
Los Intermediarios Financieros No Bancarios

Asimismo señala que la modernización del país requiere no sólo de un sistema bancario amplio y diversificado, sino sobre todo moderno, que apoye e incentive la productividad y competitividad en la economía de manera que sirva de base para los nuevos proyectos económicos.

Todos sabemos que estando en manos del gobierno la banca nacionalizada quedó muy lejos de cumplir con los objetivos de ser un sistema bancario amplio, moderno y sobre todo productivo.

Lo único que se obtuvo fueron instituciones bancarias ineficientes, estructuras sobrepobladas y un atraso en el desarrollo económico-financiero del país, entre muchas otras cuestiones.

Afortunadamente el 2 de mayo de 1990, el Ejecutivo Federal presentó al Congreso de la Unión una iniciativa de reformas a la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos para suprimir la exclusividad del Estado en la prestación del servicio de banca, establecida el 18 de noviembre de 1982; así como para ajustar el régimen aplicable a las relaciones laborales entre instituciones de crédito y sus trabajadores.

Las reformas constitucionales son aprobadas y entran en vigor el 28 de junio de 1990, la legislación secundaria se publica el 19 de julio del mismo año, creándose un nuevo Sistema Financiero en México.

¹ Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994 Publicado en el Diario Oficial de la Federación.

Se inicia el proceso de desincorporación de la banca nacionalizada y el sistema bancario queda sustentado en la base de la llamada Banca Múltiple y la Banca de Desarrollo.

En el entendido de que su modernización es un elemento fundamental para lograr un Sistema Financiero competitivo y que ayude a fomentar el ahorro interno, y su consecuente canalización a la inversión productiva se presentan las convocatorias para la venta de la entonces llamada Banca Nacionalizada.

Lamentablemente a la fecha del presente trabajo no se ha aclarado fehacientemente el destino de los fondos multimillonarios que se obtuvieron por esas ventas y digo lamentablemente porque en nuestro país somos los mejores del mundo en crear - Comisiones especiales, fiscalías especiales y comités especiales para no resolver nada.

En ese mismo sentido los principios que normaron la desincorporación bancaria fueron:

1. Conformar un sistema financiero más eficiente y competitivo.
2. Garantizar una participación diversificada y plural en el capital.
3. Vincular la aptitud y calidad moral de la administración de los bancos con un adecuado nivel de capacitación.
4. Buscar la descentralización y el arraigo regional de las instituciones.
5. Buscar obtener un precio justo por las instituciones.
6. Lograr la conformación de un sistema financiero balanceado.
7. Propiciar las sanas prácticas financieras y bancarias.²

Dentro de las reformas constitucionales y de la legislación correspondiente se inicia un cambio importante en la perspectiva del sistema financiero mexicano, se encamina la legislación a la liberalización financiera, la formación de grupos financieros y a la esquematización de la prestación de estos servicios a la manera de la banca universal.

Es en este contexto en el que se desarrolla el estudio del presente trabajo, y en el que observaremos la evolución que ha tenido el Sistema Financiero Mexicano a raíz de su reprivatización.

²Aspe Armella Pedro, "Discurso pronunciado en la VI Reunión Nacional de la Banca ", Ixtapa, Guerrero, Agosto de 1990. Publicado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, pp 9,12 y 13.

1.1 PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

Para entender más fácilmente la forma en que se mueven los mercados financieros tanto de dinero como de capitales daremos una idea general de los principales indicadores económicos.

PRINCIPALES OBJETIVOS

Podemos señalar que el último objetivo de la economía es desarrollar mejores políticas para minimizar problemas y ampliar los beneficios que obtenemos del trabajo diario. Más específicamente, hay un amplio acuerdo según el cuál debemos esforzarnos en cumplir los siguientes objetivos:

1. Un alto nivel de empleo.

La gente que desee trabajar debe encontrar empleo en un tiempo razonable. El desempleo extendido es desmoralizante y representa un desperdicio económico.

Además, la sociedad se priva de los bienes y servicios que podría haber producido el desempleado.

2. Estabilidad de precios.

Deben evitarse los aumentos rápidos o los descensos en el nivel promedio de los precios.

3. Eficiencia.

Cuando trabajamos, queremos obtener tanto como en justicia merecemos por nuestros esfuerzos productivos.

4. Distribución equitativa del ingreso.

Mientras muchos vivan en la opulencia, ningún grupo de ciudadanos debe sufrir miseria.

5. Crecimiento.

Un crecimiento continuo que hiciera posible en el futuro, un nivel de vida aún más alto, se considera generalmente como un objetivo importante (aunque en la última década ,este objetivo ha sido motivo de controversia).

La lista anterior está lejos de ser completa. No sólo deseamos producir más, sino poder hacerlo también sin corromper el ambiente.

La libertad económica, el derecho de la gente a escoger sus propias ocupaciones , a contratar y a gastar sus ingresos como le plazca es un objetivo muy importante.

También lo es la seguridad económica el liberarse del miedo al desempleo.³

³ECONOMIA, Wonnacott Paul, Wonnacott Ronald, Mc Graw-Hill, Nueva York, U.S.A. 1990, 10a Ed.

1.1.1 BALANZA DE PAGOS

El grado de apertura de una economía se mide como la razón de Importaciones a Producto Interno Bruto.

La Balanza de Pagos es el registro de todas las transacciones de una economía con el resto del mundo y a su vez se divide de la siguiente forma:

1.1.2 CUENTA CORRIENTE

Balanza Comercial

Refleja el comercio de bienes exclusivamente, es la razón que existe entre el número de exportaciones entre el número de importaciones.

Cuando adicionamos el concepto de servicios como:

Pagos de intereses, regalías o transferencias de dinero se integra el concepto de balanza de bienes y servicios.

1.1.3 CUENTA DE CAPITAL

Refleja la compra-venta de activos del país de origen como, acciones, bonos, así como la contratación de deuda de corto y largo plazo.

Flujos de Capital Privado

Los inversionistas pueden cambiar sus divisas para ingresarlas o sacarlas del país dependiendo si los rendimientos esperados ajustados por riesgo superan otras alternativas de inversión.

Ejemplo:

Con el fin de mantener dinero en el país y propiciar la demanda del peso, el diferencial de las tasas de interés ajustadas por riesgos políticos, cambiarios o crediticios comparativamente con otras monedas, debe de ser superior.

A partir de 1991 se han observado cuantiosos inlujos de capital privados tanto nacionales como extranjeros, los cuáles se han canalizado principalmente al mercado accionario y de instrumentos de renta fija.

1.1.4 ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Si el servicio de la deuda externa se registra en la cuenta corriente, el cambio neto, en el principal de la deuda externa, se refleja en la cuenta de capital.

Cuando se contraen deudas, regresan divisas al país, lo cuál mejora el balance de la cuenta de capital, en cambio cuando se paga el principal o se otorgan créditos al exterior, la cuenta de capital tiende a deteriorarse.

1.1.5 ERRORES Y OMISIONES

Este rubro se obtiene como residual para que el saldo en la balanza de pagos coincida con la variación en reservas internacionales. Este concepto captura todos los flujos de divisas que tienen lugar y son difíciles de registrar.

1.1.6 VARIACION EN EL NIVEL DE RESERVAS INTERNACIONALES

La mayoría de los países cuentan con Bancos Centrales que son instituciones públicas que tienen el papel de controlador y regulador del sistema bancario de su país.

Norman la oferta de la moneda nacional y dirigen la política monetaria nacional.

En el caso de México, es Banco de México, el banco que rige la política monetaria en conjunción con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Las reservas internacionales juegan un papel preponderante en el régimen del tipo de cambio.

Las variaciones en el nivel de reservas internacionales son el resultado neto del saldo en la cuenta corriente, la cuenta de capital y de errores y omisiones.

Cuando las reservas internacionales caen por debajo de un nivel crítico, las autoridades ya no pueden defender el tipo de cambio y estarían obligados a devaluar.

1.2 TIPOS DE CAMBIO

El tipo de cambio no es sino un precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en términos de la unidad de otra moneda.

En términos formales, el concepto de divisas se define como:

-Billetes y monedas extranjeras

-Transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera

-Otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera.⁴

Dependiendo de como la autoridad central puede financiar cualquier déficit o superávit en la balanza de pagos, podemos distinguir dos regímenes que son tipo de cambio oficial.

Existen dos tipos principales de regímenes cambiarios:

Régimen de Tipo de Cambio Fijo

Régimen de Tipo de Cambio Flotante

Régimen de flotación manejada

Régimen de deslizamiento controlado

⁴Catherin Mansell Carsten, "Las Nuevas Finanzas en México". Ed. Milenio, 2da. Reimpresión 1993, México, pp12.

1.2.1. TIPO DE CAMBIO FIJO

En este régimen, el banco central participa en el mercado de cambios comprando o vendiendo divisas cuando la oferta del mercado no corresponde a la demanda al tipo de cambio fijo.

Para este propósito, el banco central mantiene reservas internacionales, las cuáles generalmente son depósitos en dólares o en instrumentos denominados en dólares, aunque también pueden ser en otras monedas o en oro.

Cuando un gobierno no desea o no puede defender el tipo de cambio fijo, la moneda se devalúa o revalúa con respecto a la moneda a la que está fijada.

Además de los regímenes de flotación pura y de tipos de cambio fijos, existen otras variedades intermedias, como la flotación manejada y el deslizamiento controlado.⁵

Los bancos centrales tienen que financiar cualquier déficit o superávit que se origine en el tipo de cambio para mantenerlo fijo.

Ejemplo:

Si México tiene un déficit en la Balanza de Pagos, implica que a la tasa oficial de cambio, existe un exceso de demanda de dólares en nuestro país comparativamente a la demanda por pesos mexicanos en el resto del mundo. Si el banco central quiere controlar el tipo de cambio, tendrá que vender dólares en el país para ajustar nuevamente el precio internacional de la moneda.

Esto significa que la Banca Central deberá tener las suficientes reservas en divisas y dólares para afrontar este tipo de desajustes o ajustar el precio de la moneda en el mercado internacional.

1.2.2. TIPO DE CAMBIO LIBRE

Bajo este régimen, la autoridad central permite que el tipo de cambio se ajuste para que la oferta de divisas se iguale a la demanda. Dentro de este sistema existe lo que se denomina flotación limpia, por lo que la autoridad central se hace a un lado permitiendo que el tipo de cambio se determine libremente en el mercado internacional.

Lo anterior implica que el tipo de cambio se ajustará a la ley de la oferta y la demanda.

1.2.2.1 TIPO DE FLOTACION MANEJADA

Es una combinación entre el régimen de tipo de cambio flotante, en cuanto que el banco central permite que la oferta del mercado participe en la determinación del tipo, y el régimen de tipo de cambio fijo, en la medida en que el banco central intervenga para alcanzar un tipo de cambio deseado y/o evitar lo que se considera como una volatilidad excesiva.

⁵Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 2a impresión, México, 1994, 20pp.

1.2.2.2 REGIMEN DE DESLIZAMIENTO CONTROLADO

Este régimen también es una combinación de los dos regímenes anteriores, ya que el gobierno está consciente de que su moneda tiene una tendencia al debilitamiento, por lo que no puede dar un tipo de cambio fijo ya que provocaría una devaluación, por la pérdida de reservas internacionales que se requerirían estar inyectando al mercado para mantener ese tipo de cambio fijo, sin embargo tampoco desean evitar la inestabilidad que genera un tipo de cambio flotante, por eso el gobierno fija una cantidad de desliz diario que evita una devaluación fuerte pero al mismo tiempo no tiene sobrevaluada la moneda.

HISTORIA DE LOS REGIMENES CAMBIARIOS EN MEXICO

| | |
|--|---|
| 1954 a agosto de 1976 | Régimen de tipo de cambio fijo a 12.50 pesos/usd. |
| Septiembre a diciembre de 1976 | Régimen de tipo de cambio flotante. El peso pierde 80% de su valor |
| Diciembre de 1976 a agosto de 1982 | Deslizamiento controlado con una devaluación importante en febrero de 1982 (de 26 pesos/usd a 45 pesos/usd) |
| Agosto de 1982 | Devaluación brusca a 95 pesos/usd, seguida de un régimen de tipo de cambio flotante (flotó brevemente hasta alcanzar 1120 pesos/usd). |
| Septiembre de 1982 a Diciembre de 1982 | Se establece un régimen de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado, se imponen rigurosos controles de cambios. |
| Diciembre de 1982 a Diciembre de 1987 | Continúa el régimen dual y de deslizamiento controlado, pero con flexibilización en los controles de cambios. Devaluación discreta(el tipo de cambio libre pasó de 245.42/usd a 347.50 /usd y aceleración de la velocidad de deslizamiento controlado a partir de agosto de 1985. |
| Diciembre de 1987 a Febrero de 1988 | Continúa el régimen de tipo dual y se establece el tipo de cambio de flotación manejada con el inicio del Pacto de Solidaridad, el cual fue un programa antinflacionario. |
| Febrero de 1988 a Enero de 1989 | Continúa el tipo de cambio dual, sin embargo, el tipo de cambio controlado se fija a 2,257 pesos/usd. |
| Enero de 1989 a Noviembre de 1991 | Continúa el régimen de tipo dual y el deslizamiento controlado. De enero de 1989 a mayo de 1990 se observa una depreciación diaria de un peso en ambos tipos de cambio, de mayo a noviembre de 1990 la depreciación diaria es de 80 centavos, de noviembre de 1990 a noviembre de 1991, ésta es de 40 centavos por dólar. |
| Noviembre de 1991 a Diciembre de 1994 | Eliminación del régimen dual con la abrogación del control de cambios, la depreciación diaria es de 20 centavos por dólar. |
| Diciembre de 1994 a la fecha | Régimen de tipo de cambio flotante. |

*Fuente: Mansell Carstens Catherina, " Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 3a. Reimpresión, 1993, pp.88

1.2.3 LA RELACION DE PARIDAD DEL PODER DE COMPRA

La relación de paridad del poder de compra es quizá la explicación más conocida sobre la determinación del tipo de cambio, pues recurre al sentido común. Tiene dos versiones, la absoluta y la relativa. La primera afirma que los tipos de cambio nominales se ajustan de manera que el poder de compra entre los países permanece igual, es decir, el tipo de cambio tiende a una paridad.

Por lo tanto, si la tasa de inflación en México, es más elevada que en Estados Unidos, la relación de paridad del poder de compra propone que el peso se devaluará o que la tasa de inflación mexicana tendrá que caer en comparación con la estadounidense, con el fin de que el poder de compra entre México y Estados Unidos permanezca constante.

En otras palabras, la paridad del poder de compra en su versión absoluta sostiene que los tipos de cambio reales son constantes.

No obstante su sencillez y coherencia, ambas versiones de la relación de la paridad del poder de compra tienen, en su aplicación práctica, dos desventajas importantes :

-Primero, existe evidencia empírica de que la relación de poder de compra se mantiene, si logra mantenerse, sólo a muy largo plazo.

Lo anterior se debe a que los precios no siempre se ajustan tan rápida y perfectamente a las modificaciones en el tipo de cambio y a la inversa.

La segunda desventaja de la paridad del poder de compra, en su aplicación práctica, radica en que no está considerada como una teoría de la determinación del tipo de cambio, ya que no especifica cambios ni efectos, sino que se limita a establecer una relación entre dos variables nominales y endógenas (es decir, determinadas por otras variables), el nivel de precios y el tipo de cambio.

Por lo tanto, si aumenta el nivel general de precios en México, la relación de poder de compra no podrá determinar si el tipo de cambio del peso/USD también aumentará, o si los precios descenderán para encontrarse nuevamente con el tipo de cambio.

Sólo puede proponer que, en el largo plazo, cuando los choques monetarios sean menores, infrecuentes hayan sido absorbidos por la economía, los precios y los tipos de cambio se ajustarán de alguna manera para mantener la paridad del poder de compra.

1.2.4. PROCESOS DE AJUSTE

El objetivo de esta sección, es dar una breve descripción de las políticas internas y externas para lograr un ajuste en el mercado de bienes y servicios y el monetario.

SUPUESTOS

- 1) Nivel de precios es fijo
- 2) Demanda = Oferta.

$$\text{GASTO POR RESIDENTES DOMESTICOS} = A = C + I + G$$

DONDE:

C= Consumo agregado de Bienes y Servicios tanto por los agentes privados, así como el gasto del gobierno.

I = Inversión Pública y Privada.

G= Gasto de Gobierno.

$$\text{Gasto por residentes Domésticos} = A = C + I + G + M$$

$$\text{Gasto en bienes domésticos} = G + I + G + X; \text{ donde } X \text{ son las exportaciones.}$$

donde M son las importaciones:

$$\text{Gasto Total} = C + I + G + X - M$$

1) Modelo Simple.

$$NX = X - M = X - M(Y) = \text{Superávit en BALANZA COMERCIAL.}^6$$

COMO LOGRAR EL EQUILIBRIO:

1) Aumento del gasto doméstico en nuestros bienes.

2) Aumento en exportaciones.

1) Aumento en el gasto.

Al aumentar la demanda agregada, vía un aumento en el gasto público ó consumo privado ocasionará un exceso de demanda de bienes producidos internamente e importaciones deteriorando nuestra balanza comercial y eliminando cualquier superávit en Yo.

2) Aumento en las exportaciones.

Equilibrio Interno y Externo.

⁶Hirschleifer Jack, "Teoría de Precios y sus Aplicaciones", Ed. Prentice Hall, UCLA, EUA, 1992, pp57.

Desde una perspectiva de política es deseable lograr el equilibrio interno y externo. El equilibrio interno significa que el nivel de ingreso de pleno empleo o de plena utilización de los recursos de la economía están utilizados y el equilibrio externo significa el nivel de ingreso el cuál la balanza comercial se encuentra en equilibrio.

Porqué es deseable lograr el nivel de equilibrio interno y externo:

- Bajo tipo de cambio fijo no se pueden mantener indefinidamente los déficits en la balanza de pagos debido a la continua pérdida de reservas.

-No se pueden mantener superávits en la balanza comercial indefinidamente, debido a que se están adquiriendo reservas indefinidamente con pérdidas en consumo de bienes comerciales.

1.2.5 REGIONES

| | I | II | III |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|
| Empleo: | Subempleo | Subempleo | Subempleo |
| Balanza Comercial | Superávit | Déficit | Déficit |

I. Se puede seguir una política expansionista: aumentar el empleo y reducir el déficit

II. Política restrictiva para reducir el sobreempleo.⁷

Cualquier política que afecte la demanda agregada ya sea expansionista o deficitaria será insuficiente para obtener el equilibrio interno y externo. Habría que explorar otras políticas como son la implantación de tarifas o bien una devaluación.

En el caso anterior hablamos considerado que un incremento en el ingreso empeoraba nuestra balanza comercial, $M = f(y)$, sin embargo, en este caso si aumenta el ingreso y la tasa de interés puede equilibrar la Balanza de Pagos. El déficit comercial puede ser balanceado por la entrada de capitales.

Si partimos de un equilibrio inicial e incrementamos el ingreso a través de política fiscal o monetaria, inmediatamente se deteriorará la balanza comercial, $M = f(y)$, si queremos lograr un nuevo equilibrio tendremos que incrementar la tasa de interés para atraer flujos de capital que puedan financiar el déficit comercial.

⁷Aliber Robert Z., "The International Money Game, Basic Books, Inc, 1990, pp 67

1.3 EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

1.3.1 BRETTON WOODS

La reconstrucción del sistema financiero de la posguerra empezó con el acuerdo de Bretton Woods que emergió a raíz de la Conferencia Internacional Monetaria y Financiera en Julio de 1944. Gran parte de los participantes en la conferencia estaban convencidos que iniciando preparaciones para la paz podrían evadir los errores en la posguerra del 1914-1918. Todos estábamos convencidos que la principal causa de la guerra con Alemania nuevamente era que no se supo manejar la negociación de la paz.

La persona que pudo interpretar este fenómeno fue el Sr. John Maynard Keynes con la edición de su libro en 1919 denominado las consecuencias económicas de la paz donde él argumentaba que los objetivos de los aliados deberían haber sido la estabilización de Europa Central, y no la imposición de deudas onerosas de guerra.

Los puntos principales que emergieron del acuerdo Bretton Woods son los siguientes:

1. Una nueva institución, El Fondo Monetario Internacional será establecido en Washington. Su propósito fundamental será el prestar divisas a aquellos países que su oferta de moneda extranjera sea escasa.

2. La designación del dólar como moneda de reserva.

3. Todas las monedas mantienen una convertibilidad con respecto al dólar con una Banda de variación de uno por ciento. La convertibilidad del dólar con respecto al oro se fija en USD 35 la onza.

4. Cualquier país miembro puede cambiar el valor de su moneda bajo aprobación del FMI sólo si su balanza de pagos se encuentra en constante desequilibrio.⁸

El acuerdo de Bretton Woods obliga a los países miembros a mantener fijos los tipos de cambio con respecto al dólar y éste último con respecto al oro.

Esto significa que son necesarios dos casos:

- a. Una gran cantidad de reservas de oro para mantener su precio cuando éste tenga una tendencia a la alza.
- b. Una gran cantidad de dólares para comprar oro cuando haya tendencia de éste hacia la baja.

⁸Frenkel, Jacob A, Harry G. Johnson. "The economics of Exchange Rates, Ed. Addison Wesley Publishing Co., New York, 1992, pp 64.

1.3.1.1 EL PLAN MARSHAL

Cuando los gobiernos se enfrentaron a restaurar la libre convertibilidad de sus monedas de acuerdo a Bretton Woods, se enfrentaron a un ingrediente que faltaba y era la necesidad de reservas en dólares para intervenir en el mercado de cambios.

En el año de 1947 los E.U. establecieron la política del Plan Marshal ante la escasez de dólares en Europa y a la gran necesidad de importaciones de bienes de capital y materia prima para reconstruir Europa y evitar la expansión del Comunismo promovido por la Ex Unión Soviética durante la posguerra. El monto total otorgado representó el 4% del PNB Europeo constituyendo el 40% de divisas totales de los europeos, dando la posibilidad de liberalizar el comercio entre Naciones Europeas e incrementar la reserva de divisas disponibles. De ésta forma la reserva de dólares en Europa se incrementó durante el período comprendido entre 1949-1959 de 3.1 a 10.1 billones de dólares.

1.3.1.2 EL FINAL DE BRETTON WOODS

Para que los regimenes de tipo de cambio fijo, como los acordados en Bretton Woods se puedan mantener indefinidamente es necesario que exista una política monetaria coordinada entre todos los países.

Si dos monedas se intercambian a un tipo de cmbio fijo y alguna moneda se abarata o se subvalúa con respecto a otra, existirá un exceso de demanda por la moneda subvaluada.

Para finales de 1960 tanto el marco alemán como el yen japonés estaban subvaluados con respecto al dólar. Por lo que tanto Alemania como Japón tenían dos alternativas:

a) Incrementar la cantidad de sus monedas en el mercado.

b) Ajustar los tipos de cambio hacia arriba.

Durante 1965 la política monetaria fiscal y monetaria de E.U.A. estaban conducidas de tal manera que no había inflación. Por lo que la expansión del comercio internacional fue muy importante, así como el rol que Alemania y Japón desempeñaron en el Sistema Financiero Internacional. Después de 1965 las políticas monetaria y fiscal conducida por E.U, se caracterizaron por una fuerte expansión como resultado de la guerra de Vietnam.

Hubo algunos eventos adicionales que aceleraron la caída de Bretton Woods.

a. E.U.A. no quiso revisar su política monetaria y fiscal haciéndola más moderada, disminuyendo el gasto de gobierno y el crédito.

b. La única alternativa para Japón y Alemania era acumular reservas e incrementar el precio relativo de su moneda.

c.E.U.A. podía realizar una política unilateral de devaluar el dólar con respecto al oro,devaluando también las otras monedas europeas.

d. Imposibilidad de E.U.A. de hacer convertibles en oro la reserva en dólares de los países europeos y Japón.

Finalmente en 1971, ante el exceso de demanda de marcos alemanes y yenes con respecto al dólar, el 15 de Agosto el Presidente Nixon suspendió la convertibilidad del oro con respecto al dólar americano imponiendo después de fallidos intentos de buscar nuevamente la convertibilidad del dólar con respecto al oro, un sistema de libre flotación en que el valor de la moneda depende de la oferta y de la demanda.

1.3.2 EUROMERCADOS

Definición:

"Significa sencillamente que la actividad o instrumento se da en un lugar diferente al de la jurisdicción legal de la divisa. Por ejemplo, los dólares depositados en Londres son dólares offshore."⁹

Esto se hace naturalmente para evitar algunas restricciones que existen en el país de origen del emisor, del inversionista o del país de origen de la divisa que se utiliza en las transacciones.

Un eurobanco es cualquier banco que lleva a cabo actividades offshore. Por consiguiente, Banamex, cuando realiza operaciones en dólares en su sucursal en Londres, funge como tal. De igual manera J.P. Morgan, un banco situado en Nueva York, funciona como eurobanco cuando suscribe un bono denominado en dólares, emitido en Luxemburgo. Un eurobono no es un tipo extraño de banco, sino simplemente uno que lleva a cabo transacciones offshore.

La ortodoxia popular dice que los mercados de eurodivisas y de eurodólares se desarrollaron como resultado tanto del déficit comercial norteamericano - que comenzó a ser preocupante en los años sesenta - como del reciclaje de petrodólares, es decir, los dólares obtenidos por los exportadores de petróleo.

La idea subyacente al problema del déficit comercial es que, debido a que durante los sesenta y setenta Estados Unidos importó más de lo que exportó, se acumuló una oferta muy grande de dólares fuera de Estados Unidos y los tenedores de estos dólares, la mayoría de los países miembros de la OPEP, no deseaban depositarlos en ese país - precisamente la víctima de su embargo petrolero. La idea tras el reciclaje de petrodólares es que este mercado, que se desarrolló con los verdaderos pozos de dólares obtenidos por los miembros de la OPEP, debía reciclar dichos recursos en forma de préstamos a importadores de petróleo, en su mayoría países del Tercer Mundo.

⁹Genberg,Hans. "The European Monetary System",Ed. North Holland Publishing,Co, 1995,pp 112.

En realidad , el ímpetu fundamental para el crecimiento explosivo observado en el mercado de eurodólares y, en menor grado, de otras eurodivisas, es que los costos de operación de la banca comercial en los sistemas bancarios de los diferentes países eran y son más altos que fuera de la jurisdicción del propio país.

En 1963, Estados Unidos instrumentó el Interest Equalization Tax, o IET (impuesto para igualar intereses) el cual gravaba los préstamos a entidades extranjeras en los mercados de dinero y de capital de Estados Unidos y, en 1966, recurrió a la Regulación Q, que dictaba techos sobre tasa de interés de depósitos. Mientras tanto, Alemania Occidental también impuso controles de capital para intentar aliviar la presión de una revaluación del marco. Estas regulaciones incrementaron los costos de los bancos domésticos y esencialmente excluyeron a los extranjeros de participar en los mercados de dinero y de capital domésticos de otros países.

El mayor costo de operación en el ámbito del sistema bancario nacional determinó las ventajas tanto para depositantes como para prestatarios, de la banca offshore. Desde el punto de vista de los bancos, la operación bancaria en dólares fuera de Estados Unidos les da competitividad, la capacidad de atraer más depositantes, de hacer más préstamos menos caros y, por lo tanto, de expandirse y diversificarse. Desde el punto de vista de los depositantes y los deudores, significa la posibilidad de obtener tasas de interés más altas sobre depósitos y más bajas para los préstamos; esto es que el spread en los euromercados sea más pequeño que en el país de origen de los bancos.

1.3.2.1 IMPORTANCIA PARA MEXICO.

Los euromercados de dinero y, en especial, el mercado de eurodólares, son de fundamental importancia para México por tres razones.

La primera es que más de 50% de la deuda del país denominada en dólares está ligada a la tasa LIBOR. Cuando esta tasa baja, los sectores público y privado de México tienen recursos adicionales para otros usos, cuando aumenta, México debe emplear más dólares escasos para el servicio de su deuda.

La segunda razón es que el euromercado de dinero es una fuente relativamente barata de crédito en dólares y, tercero, al mismo tiempo, ofrece rendimientos en dólares bastante atractivos para el inversionista. Otra manera de decir lo mismo es que el spread, a la diferencia entre las tasas activas y las pasivas, es menor en los mercados offshore.

La tercera razón es que México puede obtener beneficios al convertirse en un centro de eurodólares, tal como se propone en la nueva Ley Bancaria de Julio de 1990. Si se establecen en México bancos offshore que vendan depósitos denominados en dólares y otras divisas, no sólo atraerían una cantidad importante de fondos en monedas fuertes, sino que generarían un negocio complementario y más empleos en el sector financiero.

1.3.2 MERCADO DE CAMBIOS

TIPO DE CAMBIO

A) "Es un precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en términos de la unidad de otra moneda."¹⁰

Yen = 0.007 dólares/ yen

Carne = 15.00 pesos l kilo

B) Divisa

Se define como billetes y monedas extranjeras, transferencia bancaria denominada en moneda extranjera, otros instrumentos.

1.- Billetes y monedas: maneja una porción del mercado de cambios, mercado de menudeo el cual da servicio a turistas.

2.- Transferencia: corresponde a la parte más importante principalmente a través de bancos, corresponde al mercado de mayoreo.

3.- Otros giros, cheque de viajero, cheque de caja.

MERCADO SPOT

Entrega inmediata, en la práctica se realizan después de dos días (verificar y procesar operación), así también procesar cambios de horario.

Existen los valores de compra y venta, que reflejan el diferencial.

1.- Monto de la operación . Entre más grande la operación el diferencial entre precio de compra y venta disminuye.

2.- Liquidez de la moneda . Divisas muy líquidas, disminuyen el diferencial, como en el caso del USD, Libra, Marco y Yen. Otras monedas como : Lira Turca, Quetzal, Marco Finlandés son muy poco comerciables requiriendo diferenciales mayores.

3.-Centro financiero . El diferencial es menor en N.Y., Tokio y Londres es mayor en México, Atenas y Kuala Lumpur.

4.- Tipo de instrumento . El mayor volumen se realiza a través de transferencias bancarias negociables, siendo el diferencial menor sin embargo, en billetes , monedas y travelers cheques, éste se incrementa.

¹⁰Carstens Carstens,"A Study of the Mexican Peso Forward Exchange Market, University of Chicago, Departmen of Economics, Chicago Illinois, 1993, pp 34.

EL MERCADO CAMBIARIO EN MEXICO.

Antes de Noviembre de 1985, se negociaba en Chicago; sin embargo debido a tanta especulación y desestabilización se prohibió liquidar estas operaciones fuera del país.

El 5 de Enero de 1987 el Banco de México introdujo el mercado de Coberturas Cambiarias de corto plazo con liquidaciones dentro de México.

Estos se compran por bancos mexicanos y casas de bolsa y participan empresas americanas y subsidiarias de empresas extranjeras. Plazos : 1 día hasta los 365 días.

I.3.3 MERCADO DE COBERTURAS CAMBIARIAS Y DE CORTO PLAZO.

ANTECEDENTES.

Debido a la incertidumbre cambiaria, Banco de México puso en operación el mercado de Coberturas Cambiarias a Corto Plazo, con el propósito de aligerar las presiones ejercidas contra al peso mexicano, poniendo a disposición este nuevo instrumento a las personas morales a través de la banca e intermediarios autorizados, el cual les permitirá desarrollar una correcta planeación financiera.¹¹

OBJETIVO

Eliminar el riesgo cambiario a las personas morales, mediante la adquisición de este instrumento de protección.

Que las empresas residentes en el país cuenten con instrumentos mediante los cuáles pueden protegerse de riesgos cambiarios, que incidan en cualquier transacción comercial o financiera, de carácter internacional que lleven a cabo.

PARTICIPANTES

Los intermediarios sólo podrán realizar operaciones de cobertura con:

- Sociedades Mercantiles establecidas en el país.
- Organismos descentralizados que cuenten con la autorización de Banco de México por escrito.
- Entidades financieras del país reguladas en Ley.

Intermediarios

Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa

¹¹Banco de México, Características del Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo en México, Circular 2019/95., 1995.

TIPOS DE OPERACIONES:

Venta de Cobertura Tipo " A "

Compra de Cobertura Tipo " B "

Plazos de las Operaciones

30 Días hábiles nacionales

60 Días hábiles nacionales

90 Días hábiles nacionales

180 Días hábiles nacionales

360 Días hábiles nacionales

El plazo mínimo de una operación es de 3 días hábiles nacionales, quedando en libertad el participante (cliente) de solicitar el que más le convenga.

DESCRIPCION DE LAS OPERACIONES

Operaciones Tipo "A" .- Serán consideradas como venta de cobertura cambiaria cuando el participante compre ésta, para protegerse del riesgo cambiario, el cuál adquirió por un pasivo en dólares (créditos para capital de trabajo, importaciones, etc)

Operaciones Tipo "B".- Serán consideradas como compra de cobertura cambiaria cuando el participante venda ésta, para protegerse del riesgo cambiario, que pudiera representarle un activo en dólares (exportaciones).

FORMA DE OPERAR

- 1.Importaciones de Mercancías requieren Cobertura Tipo "A" (Venta de Cobertura)
- 2.Exportadores de Mercancías requieren Cobertura Tipo "B" (Compra de Cobertura).

EJEMPLO:

Condicionantes

| | |
|-----------------------------------|----------------------|
| Tipo de Cambio Hoy | 7.00 pesos por dólar |
| Plazo Requerido | 30 días |
| Monto de Operación | 1,000 dólares |
| Tipo de Cambio en 30 Días | Riesgo Cambiario |
| Cotización de Cobertura a 30 Días | Com. .20 pesos |
| | Vta. .26 pesos |

DETERMINACION DEL PRECIO DE LA COBERTURA

El precio es pactado libremente por las partes, considerando las condiciones del mercado (Oferta y Demanda) y está expresado en pesos mexicanos por dólares americanos cubiertos.

El precio de una cobertura se determina mediante el diferencial de tasas de interés entre México y E.E.U.U. considerando un plazo determinado, lo cuál expresamos con la siguiente fórmula:

$$\begin{array}{l} \text{Tipo de Cambio a} \\ \text{Futuro (FWA)} \end{array} \quad \begin{array}{l} \text{Spot} \\ 1 \end{array} \quad + \quad \begin{array}{l} \frac{\text{Spot} \times \text{TIIP} \times \text{N}}{360 \times 10} \\ + \frac{\text{TID} \times \text{N}}{360 \times 100} \end{array}$$

| | | |
|------|---|--|
| FWA | = | Tipo de Cambio a Futuro. |
| SPOT | = | Tipo de Cambio del dólar frente al Peso. Valor 48 hrs. |
| TIIP | = | Tasa de interés en Moneda Nacional. |
| TID | = | Tasa de interés en dólares. |
| N | = | Plazo de la operación. |

BENEFICIOS DEL INSTRUMENTO

- a) Utilidades cambiarias generadas por el diferencial de compra-venta de las coberturas.
- b) Elimina el factor "RIESGO CAMBIARIO", garantizándole la cantidad de pesos suficientes para la adquisición de dólares, en caso de un movimiento brusco en el tipo de cambio de las personas morales.
- c) En virtud del riesgo que presenta este tipo de operaciones, es necesario que el participante deje en garantía hasta el vencimiento de la operación, una cantidad en Moneda Nacional, la cuál queda depositada a través de un mandato irrevocable que el participante suscribe con la División Fiduciaria, quien administra y controla la garantía.

1.4 INSTRUMENTOS DE LOS MERCADOS DE DINERO INTERNACIONALES.

INTRODUCCIÓN.

Los principales instrumentos de los mercados de dinero internacionales se comercian en el mercado norteamericano, el más grande y sofisticado del mundo. También es el más internacional pues, a diferencia de otros países (incluido México) que intentan separar el mercado de crédito doméstico del internacional, en Estados Unidos se permite a los extranjeros comerciar con toda libertad casi cualquier instrumento.¹²

Desde hace mucho tiempo, los extranjeros han tenido una participación importante y, en la actualidad, los japoneses se han convertido en protagonistas importantes en las subastas del papel del Tesoro de Estados Unidos. Los residentes de Estados Unidos, al igual que los mexicanos, pueden participar libremente en los mercados de dinero extranjero.

1.4.1 CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LOS E.U.A.(TREASURY BILLS)

El instrumento más comercializado en el mercado de dinero de Estados Unidos, con un volumen diario de aproximadamente 10 000 millones USD es el U.S. Treasury Bill, o mejor conocido como T-Bill, instrumento de deuda del gobierno norteamericano con vencimiento a un año o menos.¹³

El Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en calidad de agente del Tesoro de los Estados Unidos, subasta cada lunes certificados de 3 y 6 meses, y de 12 meses a finales de cada mes. Puesto que los T-Bills se consideran exentos de riesgo y se emiten regularmente, su función en los mercados de dinero es muy importante como referencia para comparar otros instrumentos más riesgosos y de emisión más esporádica.¹⁴

Los T-Bills se emiten al portador, generalmente en denominaciones de 100,000 USD. Al igual que otros títulos del gobierno, los T-Bills son libres de impuesto.

Los distribuidores primarios de títulos del gobierno norteamericano compran con base en descuento en la subasta, y posteriormente venden los títulos en los mercados secundarios.

¹²Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, Segunda Reimpresión, 1993, pp 153

¹³Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 2da reimpresión, 1993, pp 155

¹⁴Idem, pp 156.

1.4.2 FONDOS FEDERALES (FEDERAL FUNDS).

Los fondos federales son el excedente de los saldos de reserva depositados por los bancos comerciales en la Reserva Federal. Los bancos estadounidenses miembros del Sistema de la Reserva Federal deben mantener, por ley, depósitos que no devenguen intereses en la misma Reserva Federal como garantía de sus pasivos, como el encaje legal.¹⁵

Como sus pasivos cambian diariamente, los requerimientos o excedentes de dichos fondos también cambian. Por consiguiente, existe un mercado en el cuál estas instituciones de depósito, y las demás que cuentan con acceso al sistema de pagos de la Reserva Federal, compran y venden fondos federales. Tales instituciones también incluyen las filiales de bancos comerciales extranjeros y mexicanos en :Estados Unidos, Bancos Centrales y distribuidores de títulos en dicho país.¹⁶

La participación de la Reserva Federal es importante en este mercado. Cuando desea inyectar liquidez, puede vender fondos federales, reduciendo su tasa de interés, puede disminuir la liquidez, comprando fondos federales. La reserva Federal efectúa estas operaciones contra valores gubernamentales. Los participantes en los mercados financieros internacionales siguen de cerca la tasa de los fondos federales tanto para vigilar la liquidez de los mercados de dinero de Estados Unidos como para detectar cambios en las políticas de la Reserva Federal.

Los fondos federales se cotizan a la par, esto es, a su valor nominal: el interés y el principal se pagan al vencimiento, lo cual es por lo general un día después. De hecho, 90% de los fondos federales se comercian por 24 horas.

1.4.3 ACEPTACIONES BANCARIAS.

Las Aceptaciones Bancarias son instrumentos que se utilizan para financiar bienes en tránsito. Han tenido mucho auge hacia el fin de este siglo debido a la globalización de la economía mundial, es decir, a la gran cantidad de bienes que se comercian entre los países.

Por lo general cuando un cliente que va a importar o exportar mercancías a otro país requiere de una Carta de Crédito en la cuál un banco Corresponsal funciona a manera de aval del cliente comprador en la transacción, las Aceptaciones Bancarias toman el papel del documento en el que el Banco Corresponsal "acepta" responder por el pago que adeuda el cliente al vendedor.

Asimismo , las Aceptaciones Bancarias son instrumentos de poco riesgo y tienen una tasa de interés baja, por lo cuál también pueden ser vendidas para hacerlas valer al vencimiento o para redescontarlas.

¹⁵Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México",Ed. Milenio,2da Reimpresión, 1993,pp159.

¹⁶Carstens Agustín, Casteris Catherine Mansell, "The Mexican Money Market: a Major Market for the 1990s",Business Mexico, 1993.

En el mercado de dinero norteamericano, las ABs sólo pueden ser emitidas por bancos del país. No obstante, la mayoría no están relacionadas con importaciones ni exportaciones de empresas norteamericanas, sino de otros países, lo cual refleja la importancia del dólar estadounidense en el comercio internacional.

Para los bancos, es muy atractivo emitir aceptaciones bancarias ya que, salvo algunas, excepciones, no están sujetas a encaje legal, no se tienen que pagar primas para el seguro de depósitos y no aplican otras restricciones; por lo tanto, son una fuerte barata de fondos para los bancos que las redescuentan.

Como generalmente están colateralizadas por alguna mercancía específica y son una obligación legal primaria del banco que acepta, su rendimiento es un poco superior al de los instrumentos de la Tesorería, y menor que los certificados de depósito negociables.

1.4.4 CERTIFICADOS DE DEPOSITO NEGOCIABLES

Los certificados de depósito, o depósitos a plazo, prácticamente tuvieron su origen con los propios bancos. Se trata de documentos simples que funcionan como recibo por un depósito determinado, y constituyen un compromiso de pago de intereses y repago del principal al vencimiento por parte del banco receptor.¹⁷

El certificado de depósito negociable (NCD) es similar al CD, sólo que, como su nombre implica, es negociable o comerciable. En otras palabras, el comprador puede revenderlo en el mercado secundario.

Por ejemplo, si IBM compra un NCD por 1 millón de USD de Wells Fargo, por el cual Wells Fargo se compromete a devolver la cantidad más intereses en ese plazo, IBM tiene necesidad de liquidez un día después de haberlo adquirido, puede revenderlo a un comprador- un banco, otra empresa, un fondo, etc. directamente o a través de un distribuidor.

¹⁷Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 2da Reimpresión, 1993, pp 163

1.4.5 PAPEL COMERCIAL.

El mercado de papel comercial (PC) estadounidense es el mercado más grande del mundo por un margen sustancial. A fines de 1990 éste mercado tenía 558 mil millones de USD vigentes, lo cuál representa 70% del total de todo el Papel Comercial vigente en los mercados internacionales. Este instrumento consiste por lo general en pagarés no colateralizados de corto plazo (desde unos cuantos días hasta un año y en Estados Unidos hasta sólo 270 días) emitidos sobre todo por empresas, aunque también por instituciones financieras y bancos. Bancos extranjeros y entidades no bancarias son importantes emisores en este mercado. Al final de 1990, las emisiones extranjeras en Papel Comercial norteamericanos representaban 35% del total vigente.¹⁸

El PC se emite normalmente sobre un base de descuento en denominaciones de 100 000 USD o más con una emisión total mínima por lo general de un millón de USD. Su rendimiento depende del riesgo crediticio del emisor; el cuál es casi siempre evaluado por una agencia calificadora. Las principales agencias calificadoras en Estados Unidos son Standard & Poor's y Moody's.

Pese a lo anterior, a las compañías mejor calificadas frecuentemente les resulta más barato emitir papel comercial que solicitar un crédito a un banco, ya que de esta manera pueden llegar directamente a los mercados, en vez de recurrir a un intermediario.

Esto ha sido especialmente cierto en años recientes, en los que la calidad crediticia de los bancos norteamericanos se ha deteriorado en relación con la de muchos de sus clientes corporativos.

Los compradores de papel comercial son principalmente empresas no financieras, las cuales obtienen 40% del papel de distribuidores y 60% directamente de la empresa emisora.

1.4.6 REPORTOS

De acuerdo con la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito el reporto puede definirse como:

"En virtud del reporto, el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio más un premio"¹⁹

¹⁸

¹⁹Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Art. 259, México.1996.

Algunos autores como Víctor Manuel Martínez consideran la operación del reporto como semejante a 'Un financiamiento con garantía en papel, en el cuál el inversionista es el comprador del papel, reportador o comprador en el reporto, y el financiado es el vendedor del reporto, reportado y el prenio es la tasa de interés inherente a la operación, conocido en el medio como rendimiento, pues de hecho es un rendimiento directo para el inversionista'²⁰

Los reportos son ventas de títulos en el presente con un acuerdo obligatorio de recompra en el futuro, ya sea en una fecha determinada preestablecida o abierta.

Un contra reporto es la compra de títulos en el momento de la concertación, para volver a venderlos en el futuro al tenedor original. Por lo tanto, cuando una parte está haciendo un reporto, su contraparte efectúa un contra-reporto.

La mayoría de los reportos se realizan con títulos emitidos por el gobierno (como T-Bills, T-Notes y T-Bonds), aunque también otros títulos. La gran mayoría de reportos son por veinticuatro horas, esto es, el que vende un reporto recibe efectivo hoy, y predetermina el precio al que recomprará los valores al día siguiente, aunque también son comunes los reportos por seis semanas, o incluso los de plazo abierto.

Desde el punto de vista financiero, los reportos equivalen a un préstamo colateralizado (con el valor que se entrega) y el interés se refleja en la diferencia entre los precios de compra y venta de los títulos.

1.4.7 PARTICIPACION DE UNA EMPRESA MEXICANA EN EL MERCADO DE PAPEL COMERCIAL EN LOS E.U.A.

INTRODUCCIÓN :

A pesar de que es sumamente difícil participar como empresa extranjera en el mercado americano, tiene una gran cantidad de beneficios como son :

- a) Acceso a fondos sumamente baratos, comparados aún con la tasa que se obtiene en los euromercados
- b) El mercado de papel comercial, constituye el mercado más grande del mundo de papel de corto plazo, por lo que los riesgos de falta de liquidez son mínimos.
- c) Una vez que se pagan los costos iniciales de registro por un año, se puede renovar el programa indefinidamente.

²⁰Martínez Víctor Manuel , "Notas sobre el curso de Mercado de Dinero", UAM , 1991, pp 2.

ESTRUCTURACION.

a) Carta de Crédito

Para poder acceder este mercado, que sólo acepta riesgos A1-P1, de acuerdo a Standard & Poors y Moodys, es necesario obtener una carta garantita stand-by por parte de un banco extranjero de primer orden denominado Froting Bank, y a su vez subparticipar el stand-by a un sindicado selecto de bancos corresponsales en el extranjero, que tomen directamente el riesgo de la empresa que va a emitir.

Es importante señalar que el fronting bank, en base a su buena calificación de crédito, unicamente prestará su nombre en el mercado internacional para captar dinero a una tasa competitiva, y su riesgo se limitará a la capacidad de pago de los bancos participantes.

b) Agente

Habrà un banco que a petición de la empresa emisora, estructurará la operación, y a su vez convocará a un grupo de bancos que quieran tomar el riesgo de la empresa y participar dentro del sindicado de bancos.

c) Costos

A continuación se señalan los siguientes :

- 1.- Estructuración. El banco agente siempre cobra entre 10 y 15 puntos básicos sobre el monto total del programa.
- 2.- Legales y de calificación de crédito será una cuota fija dependiendo de la complejidad del programa.
- 3.- Froting. Varía entre 20 y 25 puntos base sobre el monto total del programa.
- 4.- Bancos participantes. Para que estos bancos participen en la emisión de la carta de crédito se les pagará una comisión que dependerá de: calidad crediticia de la empresa emisora, y monto de su participación. Generalmente, la comisión aplicable a una empresa mexicana varía entre 70 y 200 puntos base anual.

d) Tasa aplicable.

La tasa Fed composite, la cual es la tasa base del mercado de papel comercial, se ha colocado de manera histórica (en los últimos 10 años), entre 5 y 8 puntos base por debajo de la tasa Libor. A esta tasa se le aplica un margen de 6 puntos base anual para determinar el costo total de la colocación, arrojando la siguiente tasa de fondeo: Fed composite rate + 0.06% anual.

Es decir, si mi tasa base es de 3.20% anual, la tasa de fondeo será : $3.20 + 0.06 = 3.26\%$, el cuál constituye un fondeo sumamente barato, aún por abajo de la tasa Libor.

e) Traders.

Es importante designar las instituciones financieras o banqueros de inversión que colocarán el papel entre el gran inversionista, por periodos que pueden variar entre 2 y 270 días, las principales instituciones que realizan esta actividad son: Merrill Lynch, Goldman Sachs, First Boston, y Chemical Securities entre otros.

1.5 MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

1.5.1 INTRODUCCION

Este mercado está dividido en dos grandes grupos: "Foreign Bonds" y Eurobonos.

Los primeros se refieren a aquellos bonos emitidos por empresas extranjeras dentro del mercado de deuda local y son denominados a su vez en la moneda del país de origen. Sin embargo, lo que distingue a los bonos emitidos por compañías extranjeras (Foreign Bonds) y compañías locales son diferencias en los requerimientos de información, requerimientos de registro y tratamiento fiscal.

Los Eurobonos difieren de los Foreign Bonds en que los primeros son denominados en una moneda en particular (generalmente en dólares) y son emitidos simultáneamente en varios países.

Asimismo, varios países no requieren que haya un registro previo a la emisión, ni existen tantos requerimientos de información.

1.5.2.EUROMERCADOS DE CAPITALS

INTRODUCCION

En el desarrollo del tema anterior se explicó ampliamente, en esta sección sólo se pretende resaltar algunos conceptos que son de suma importancia.

DEFINICION

Los euromercados se refieren a los mercados de depósito, préstamos y emisión de títulos en una moneda fuera del país que lo emite.²¹

EURO= Mercados Externos

CARACTERISTICAS

No existen en estos mercados.

- a) Requisitos de coeficiente de caja.
- b) Inversión Obligatoria, seguro de depósitos.
- c)Capital Mínimo, límite de intereses activos o pasivos
- d) Detención del Impuesto.

BENEFICIOS

- a) Márgen de intermediación menor retribuye mejor el pasivo y cobra menos a las obligaciones activas.
- b) Menor riesgo político de sus operaciones al no estar reguladas.

²¹Mishkin Frederic, "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Ed. Scott Foresman, Second Edition, 1995, pp 98

1.5.3.EUROBONOS

DEFINICION

Es un instrumento de deuda de mediano y largo plazo denominada en una moneda negociada fuera de su país de origen²².

CARACTERISTICAS GENERALES

- a.Son títulos nominales, no se registran ante la Security and Exchange Commission (SEC).
- b.Los pagos de interés vienen libres de impuestos.
- c.No imponen restricciones financieras.

TIPOS

a. Floating Rate Notes: La tasa de interés sobre estas notas no se especifica como un margen sobre la tasa de referencia, que usualmente es la tasa LIBOR. El precio de estos bonos se actualiza cada seis meses para eliminar la incertidumbre sobre el comportamiento de las tasas de interés.

b. Bonos cupón cero: Son bonos que no pagan ningún cupón. Son títulos financieros a descuento que son recibidos a una fracción de su valor nominal. El rendimiento viene dado por la diferencia entre el precio de compra y de venta.

c. Convertibles: Generalmente estos bonos pueden ser intercambiados a valor nominal por acciones de la compañía que los emite. También existen otros bonos que son convertidos en otros activos como oro, petróleo u otros activos. Asimismo hay bonos cuyos pagos de principal e intereses los permite recibir en diferentes monedas a una tasa de cambio preestablecida.

d. Hipotecarios: Se encuentran respaldados por un pool de hipotecas pertenecientes a un grupo de individuos considerados como de bajo riesgo.

RESTRICCIONES

a. Las autoridades de EEUU , no tienen ninguna intención de controlar la emisión de estos títulos.

b. Existen restricciones legales para que estos bonos sean adquiridos por ciudadanos americanos.

c.No son registrados ante la Securities and Exchange Commission (SEC).

²²Mishkin S.Frederic, Op.Cit .,pp 128

d. Inicialmente no se permitía que bancos de inversión americanos participaran en estas operaciones. Actualmente se les permite siempre y cuando la operación este bien estructurada.

e. En caso de que se contemple una emisión privada es posible que estos títulos sean vendidos a inversionistas privados americanos aunque no estén registrados en la SEC., siempre y cuando, los compradores tengan las siguientes características:

Sean limitados en número.

Realicen operaciones sofisticadas.

Tengan posibilidades de tomar pérdidas en las operaciones.

CARACTERISTICAS ESPECIFICAS

a. Son títulos nominales, no se registran ante la Security and Exchange Commission (SEC).

b. Bonos cupón cero: Son bonos que no pagan ningún cupón. Son títulos financieros a descuento que son recibidos a una fracción de su valor nominal. El rendimiento viene dado por la diferencia entre el precio de compra y de venta.

c. Convertibles.

Generalmente estos bonos pueden ser intercambiados a valor nominal por acciones de la compañía que los emite. También existen otros bonos que son convertidos en otros activos como oro, petróleo, u otros activos.

Asimismo, hay bonos cuyos pagos de principal e interés les permite recibir en diferentes monedas a una tasa de cambio preestablecida.

d. Hipotecarios. Se encuentran respaldados por un pool de hipotecas pertenecientes a un grupo de individuos considerados como de bajo riesgo.

RESTRICCIONES

a. Las autoridades de EEUU, no tienen ninguna intención de controlar la emisión de estos títulos.

b. Existen restricciones legales para que estos bonos sean adquiridos por ciudadanos americanos.

c. No son registrados ante la Securities and Exchange Commission (SEC).

d. Inicialmente no se permitía que bancos de inversión americanos participaran en estas operaciones. Actualmente se les permite siempre y cuando la operación este bien estructurada.

e. En caso de que se contemple una emisión privada es posible que estos títulos sean vendidos a inversionistas privados americanos aunque no estén registrados en la SEC. Siempre y cuando los compradores tengan las siguientes características:

Sean limitados en número.

Realicen operaciones sofisticadas.

Tengan posibilidades de tomar pérdidas en las operaciones.

ASPECTOS LEGALES

a. Regla D. Prohíbe la distribución inicial de valores entre ciudadanos americanos.

b. Regla 144. A. Restringe la venta de valores a compradores institucionales calificados (Qualified Investor Buyer).

c. Regla S. Posibilidad de vender los valores a inversionistas fuera de los EEUU.²³

1.5.4 FOREIGN BONDS

Los principales mercados en orden de importancia son los siguientes:

YANKEE BONDS.

Son bonos denominados en dólares americanos colocados por extranjeros en el mercado norteamericano.

- A. Es necesario que sean registrados ante la Security and Exchange Commission (SEC).
- B. Pueden ser ofrecidos públicamente al inversionista americano.
- C. Es necesario que estos instrumentos sean calificados por Agencias especializadas como Standard and Poor's o Moody's Investors Services Inc. Actualmente está restringido a compañías con los mejores grados de calificación como son AAA.
- D. Los pagos por concepto de interés se reciben libres de impuestos.

²³Duffy, Gunter, Ian H. Giddy. "Cases in International Finance" Ed. Addison Wesley Publishing Co., New York, EUA, 1995, pp 98

d. Inicialmente no se permitía que bancos de inversión americanos participaran en éstas operaciones. Actualmente se les permite siempre y cuando la operación este bien estructurada.

e. En caso de que se contemple una emisión privada es posible que estos títulos sean vendidos a inversionistas privados americanos aunque no estén registrados en la SEC. Siempre y cuando los compradores tengan las siguientes características:

- Sean limitados en número.
- Realicen operaciones sofisticadas.
- Tengan posibilidades de tomar pérdidas en las operaciones.

ASPECTOS LEGALES

- a. Regla D. Prohíbe la distribución inicial de valores entre ciudadanos americanos.
- b. Regla 144. A. Restringe la venta de valores a compradores institucionales calificados (Qualified Investor Buyer).
- c. Regla S. Posibilidad de vender los valores a inversionistas fuera de los EEUU.²³

1.5.4 FOREIGN BONDS

Los principales mercados en orden de importancia son los siguientes:

YANKEE BONDS.

Son bonos denominados en dólares americanos colocados por extranjeros en el mercado norteamericano.

- A. Es necesario que sean registrados ante la Security and Exchange Commission (SEC).
- B. Pueden ser ofrecidos públicamente al inversionista americano.
- C. Es necesario que estos instrumentos sean calificados por Agencias especializadas como Standard and Poor's o Moody's Investors Services Inc. Actualmente está restringido a compañías con los mejores grados de calificación como son AAA.
- D. Los pagos por concepto de interés se reciben libres de impuestos.

²³Duffy, Gunter, Jan H. Giddy, "Cases in International Finance" Ed. Addison Wesley Publishing Co., New York, EUA, 1995, pp 98

SAMURAI BONDS

Bonos denominados en yenes japoneses colocados por extranjeros en el mercado japonés. Tiene las siguientes características:

- a. El mercado doméstico japonés es equivalente al mercado Yankee.
- b. Pueden ser registrados o al Portador.
- c. Listados en la Bolsa de Tokyo.
- d. Es necesario que tengan un rating mínimo de BBB por Duff y Phelps.²⁴

Existen otros mercados que son importantes de mencionar como los Bulldog Bonds en Inglaterra, Bonos matador en España, Rembrandt Bonds en Holanda, etc.

| EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS | | | | |
|------------------------------------|------|------|------|------|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
| TASA FIJA | 100% | % | % | % |
| USD | 46% | 25 | 29 | 36 |
| YEN | 15% | 18 | 29 | 36 |
| FRANCO SUIZO | 11% | 14 | 11 | 4 |
| MARCO ALEMAN | 8% | 11 | 13 | 6 |
| OTROS | 20% | 32 | 18 | 18 |

| | | | | |
|-----------------|------|----|----|----|
| TASA FLOTANTE | 100% | | | |
| USD | 80% | 32 | 29 | 35 |
| LIBRE ESTERLINA | 11% | 18 | 45 | 31 |
| OTROS | 9% | 50 | 36 | 34 |

*FUENTE: BID REPORTE ANUAL 1995.

²⁴Kane, Daniel R. "Principles of International Finance", Ed. Croom Helm, 1991, England, pp 124.

ORGANIZACION DE UNA EMISION

Con el objeto de entender el proceso de emisión, así como la venta de bonos en el mercado, a continuación se describe cada uno de los participantes y el papel que desempeñan:²⁵

Lead Manager

Institución financiera designada por el prestatario para organizar un grupo de bancos interesados en participar en el Sindicado de bancos, así como asesorar a la compañía en la negociación de los términos y condiciones de la operación.

Managing Group

Es el grupo de bancos compuesto por el Lead Manager y el grupo de bancos.

Underwriter

Son los bancos que garantizan la compra de los títulos a precio preestablecido anterior a la emisión.

Grupo de Venta

Son los bancos que a través de su red de distribución venden los títulos a los inversionistas finales.

Fiscal Agent

Es el banco que tiene la responsabilidad de recibir los pagos de capital e intereses del prestatario y distribuirlos entre los inversionistas.²⁶

ESTRUCTURA DE COMISIONES

A continuación se presenta una estructura de comisiones con un margen del 2.3 por ciento.

- Lead Manager paga al prestatario USD 975.00 por cada título cuyo valor nominal es de USD \$1,000.00

²⁵Kane Daniel, Op.Cit, pp 130

²⁶ Kane Daniel, Op.Cit. pp 140

-El Lead Manager hace los bonos disponibles a los Underwriters a un precio de USD 980.00

-El Lead Manager pone los bonos a disposición de los vendedores a USD 985.00

| | | | | |
|-------|-----|---|----|------------------------------------|
| 1,000 | 975 | = | 25 | MARGEN O SPREAD |
| 1000 | 985 | = | 15 | COMISION DE VENTA (60% del margen) |
| 985 | 980 | = | 5 | COMISION POR SUSCRIBIR |
| 980 | 975 | = | 5 | COMISION POR MANEJO |
| | | | | |

Existen bancos que pueden prestar un servicio integral obteniendo el 100% de la comisión.²⁷

1.5.5 AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS.

EL AMERICAN DEPOSITARY RECEIPT O ADR, es un recibo que ampara la adquisición de una acción comprada en una bolsa extranjera (no estadounidense), depositado con un custodio, por lo general un banco internacional reconocido.²⁸

Los ADRs se emiten bien sea por iniciativa de la compañía enlistada (en cuyo caso son patrocinados o sponsored), o por iniciativa de los inversionistas (no patrocinados o unsponsored).

Después se comercian en el mercado secundario, el cuál puede ser en una bolsa, y/o en forma extrabursátil.²⁹

A continuación se muestra como se emite un ADR para un valor mexicano:

Un inversionista extranjero coloca una orden para comprar acciones de la compañía TELMEX con su corredor de bolsa en Estados Unidos, el cuál a su vez, coloca la orden para comprar estas acciones con un corredor mexicano.

Este compra acciones de la empresa TELMEX en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, y posteriormente las entrega a un custodio - en este caso, un banco mexicano.

²⁷ Kane Daniel, Op. Cit. pp 145

²⁸ Meulendyke, Ann Marie, "U.S. Monetary Policy and Financial Markets", Federal Reserve Bank of New York, 1989, pp 100.

²⁹ Idem. pp 101

El banco mexicano envía un télex al banco de inversión extranjero que opera el ADR y le avisa que tiene las acciones de la empresa TELMEX bajo custodia, con lo cual el banco estadounidense emite el ADR al corredor estadounidense. El corredor, por su parte, entrega el ADR al inversionista. Por lo tanto, el inversionista extranjero no es dueño de hecho de las acciones de TELMEX, sino de un recibo por las mismas.

Con frecuencia, los inversionistas se interesan en acciones de empresas extranjeras, aunque les resulten prohibitivos los costos de obtener la información sobre un corredor local, los riesgos de repatriar las utilidades y dividendos en moneda extranjera, y el riesgo general de comerciar en un mercado extranjero.

No obstante, los ADRs le permiten operar con los corredores de Estados Unidos, en dólares estadounidenses, en inglés y en su país. Por otra parte los ADRs son ideales para los inversionistas institucionales que tienen restricciones de sólo poder invertir en títulos cotizados en su mercado interno.

Existen tres niveles de ADRs patrocinados:

El ADR de nivel 1 implica requisitos de registro mínimos y se comercian en el mercado extrabursátil.

Los ADRs de nivel 2 están sujetos a registros más estrictos por parte de la SEC, y no sólo pueden comerciarse en un mercado de mostrador, sino también enlistarse en una Bolsa de Valores de Estados Unidos.

Por último, los ADRs de nivel 3, sujetos a los requisitos de registro y requisitos de información más estrictos, pueden utilizarse para obtener capital fresco.

Cabe hacer notar que en abril de 1990, la SEC adoptó la regla 144A (RULE 144A), la cuál permite a los inversionistas institucionales estadounidenses comerciar valores de deuda y de capital de colocación privada, sin tener que mantenerlos en sus portafolios por dos o tres años, como se requería antes.

Además, la Regla 144 A homologa los requisitos de registro de los ADRs para obtener capital fresco, con los requisitos de su mercado doméstico.

Dadas las ventajas de los ADRs, tanto par los inversionistas, como para los emisores, no es de sorprender que varias empresas mexicanas ya hayan emitido ADRs. En marzo de 1992, se comerciaban los ADRs de 22 empresas mexicanas, cuyo valor ascendía a una suma sustancial de 18 600 millones de dólares.

1.6 BURSATILIZACION

1.6.1. DEFINICION

Es un proceso cuidadosamente estructurado en donde préstamos, así como cuentas por cobrar, se agrupan, suscriben y se venden en forma de títulos o valores al gran público inversionista.³⁰

1.6.2. INTRODUCCION

En los últimos años la bursatilización de crédito se ha sofisticado de tal manera que los nuevos enfoques hacen posible que cada vez un mayor número de compañías puedan acceder a través de este financiamiento fondos más baratos que a través de un crédito tradicional. Lo anterior es posible debido a que a través de esta novedosa estructura los inversionistas finales quedan mucho más protegidos disminuyendo el riesgo, por ende las tasas a las cuáles se pueden acceder los fondos.

Asimismo el prestatario puede ahorrarse varios de capital que serían necesarios para justificar estructuras financieras sumamente apalancadas.

A continuación se tratará de analizar aspectos fundamentales en estas operaciones y por último se analizará un caso práctico.

1.6.3. ESTRUCTURAS

Con el objeto de evaluar cada una de las estructuras que se propone, para bursatilizar créditos es necesario considerar los siguientes aspectos:

1) Separar el riesgo relativo a las empresas de los activos que posee y que van a respaldar la bursatilización.

Tradicionalmente toda la deuda corporativa está basada en el desempeño operativo y financiero de la empresa que lo solicita, habiendo en todo momento una cierta probabilidad de riesgo en el pago de las mismas. Aún en el caso de que exista un colateral que dé la confianza suficiente a los inversionistas, siempre existe el riesgo de no recibir su pago puntual en caso de alguna contingencia, hasta liberar los colaterales correspondientes.

Estas operaciones tienen por objeto diferenciar el riesgo de la compañía de los activos que se van a bursatilizar de tal manera que se crea un vehículo especial para propósitos prácticos de las operaciones de la siguiente forma:³¹

³⁰Riehl, Heinz, "Mercados de Divisas y Mercados de Dinero", Ed. Mc Graw-Hill Inc, 1990, pp 56.

a) Transferencia de los activos de las compañías a un "special purpose vehicles" que queda registrada como una verdadera venta.

b) Es necesario que este vehículo especial cuente con la estructura legal necesaria para recibir los activos a bursatilizar.

c) Es necesario que este vehículo especial no se pueda involucrar en otro tipo de actividades. Es decir no incurrirá en deuda adicional a la ya contratada o bien que venda los activos a otra entidad.

FORMAS LEGALES PARA LOS VEHICULOS ESPECIALES (SPECIAL PURPOSE VEHICLES).

Generalmente la estructura legal más utilizada son fideicomisos (trusts). Un fideicomiso es una entidad no incorporada creada bajo una ley estatal o federal en el cuál se realiza un acuerdo escrito entre el depositante (fideicomitente) y el beneficiario (fideicomisario).

1.6.4. OPERACION

La compañía crea un fideicomiso o bien un special purpose vehicle, al cuál le vende los activos a bursatilizar. Este fideicomiso finalmente vende los valores a través de un banco de inversión y este, finalmente a los inversionistas. El plazo de fondeo se puede representar de la siguiente forma:³¹

COMPAÑIAS-----SPECIAL PURPOSE-----INVESTMENT-----
INVERSIONISTAS-----VEHICLE-----BANK

PRINCIPALES BENEFICIOS

PRESTAMISTAS

-Acceso a fondos más baratos comparativamente con un préstamo bancario. Con el caso de créditos hipotecarios, en EEUU, el público prestamista ya se ha beneficiado hasta en 100 puntos base.

-Este financiamiento da a la empresa mejor libertad sin sujetarse a tantas restricciones impuestas por los bancos.

INVERSIONISTAS

-Este tipo de instrumentos ofrecen mayor protección, que bonos corporativos que pueden sufrir deterioros en su calidad de crédito.

-Este tipo de instrumento generalmente ofrece un premio que lo hace más atractivo que instrumentos similares.

³¹Idem, pp .60

³²Idem . pp 100

LA INDUSTRIA FINANCIERA

-Este tipo de operaciones indudablemente hará que la industria sea más competitiva y eficiente en el mercado.

-Permite que los bancos puedan expandir el volumen de crédito sin incrementar la base de capital en la misma proporción. Cabe hacer mención que actualmente los requerimientos de capital son del 8%.

-Descompone el destino tradicional bancario totalmente integrado en una serie de pasos que requieren una cierta especialización.

1.6.5 BURSATILIZACION DE TARJETAS DE CREDITO

INTRODUCCION

En 1986, Banco de América decidió que sería ventajoso el disminuir su balance financiero, debido a que podría enfrentar de una forma más eficiente los requerimientos de capital reduciendo sus activos y por lo tanto mejorando la relación capital/activo.³³

Banco de América, transfirió 836,659 cuentas de VISA a un trust o fideicomiso denominado California Credit Card Trust. Estas ventas contenían un monto de \$655,097,130.00. Estas ventas debieron de tener ciertas particularidades como: deberían de existir con un mínimo de 24 meses y estar al corriente en sus pagos.

ESTRUCTURA

Banco de América creó un trust o "Special purpose vehicle" para esta operación transmitiendo todas las ventas dentro del trust, el cuál inicialmente consistió en USD 662 millones con 836,659 cuentas. Posteriormente el trust vendió USD 400 millones a los inversionistas proporcionando un rendimiento anual de 6.9%.

PAGOS

Los inversionistas que compraron los certificados recibieron pagos mensuales a una tasa anual del 6.9% durante un periodo de gracia de 18 meses. Posteriormente los pagos de capital se efectuaron en los mismos días dando una vida promedio de la operación de 1.9 años.

RIESGO DE PREPAGO

Con el Objeto de que el monto de la operación se mantenga en USD 400 millones durante los primeros 18 meses fue necesario establecer un pequeño colchón del orden del 10 al 15 por ciento de cuentas adicionales que puedan dar un cierto margen en el caso de que haya una disminución en la actividad con un riesgo de prepago de capital.

³³Walmsley, Julian. "The New Financial Instruments", Ed. John Wiley & Sons, 1994, New York, pp.98

CALIFICACION DE LA OPERACION

La agencia calificadora Standard and Poor's y Moody's dió una excelente calificación otorgando con AAA debido a una fuerte capacidad de pagar capital e intereses. En forma preliminar se debe de resaltar que el pool de tarjetas de crédito estaba dando un rendimiento aproximado de 18.5% anual derivado de los pagos mensuales de intereses y el pago de comisiones. Después de descontar el 4.3% anual como costo de la operación, nos da un 14% neto de ingreso de la operación suficiente para pagar el 6.9% a los inversionistas.

A pesar de los fuertes ingresos provenientes de las tarjetas de crédito de un banco suizo, Union Bank of Switzerland (UBS) proporcionó una carta de crédito hasta por USD 60 millones como garantía en caso de que alguna contingencia se presentara en el pago de capital e intereses en las fechas estipuladas.

Asimismo también fue suficiente para lograr una calificación de crédito de AAA necesario para obtener un fondeo en mejores condiciones.

AGENTE

El banco responsable de estructurar la operación fue FIRST NATIONAL BANK OF BOSTON, el cuál organizó un sindicato de 15 bancos que suscribieron la emisión con un descuento original de 0.40%.

BENEFICIOS DE LA OPERACION

a) Bank of America logró su objetivo de obtener un financiamiento fuera de balance por USD 400 millones por la venta de sus activos.

b) No fue necesario que Bank of America obtuviera capital adicional de acuerdo a la regla de capitalización tradicional, mejorando la relación de capital/activos sin necesidad de obtener capital de mercado.

c) Hay una diferencia importante en costos de fondeo. La operación de bursatilización arrojó un costo total de 10.87% anual, mientras que una operación tradicional de fondeo hubiera tenido un costo de 12.17%

1.7 CREDITO INTERNACIONAL

1.7.1 INTRODUCCION

A pesar de que los fundamentos del crédito internacional son similares a cualquier política de crédito generalmente aceptada, los clientes que se van a enfrentar son diferentes: importadores ó exportadores que requieren financiar el comercio internacional, empresas multinacionales que requieren construir fábricas en otros países y gobiernos extranjeros que requieren financiar proyectos de desarrollo industrial. En todos estos casos el banco incurrirá en un riesgo de crédito en caso de que los acreditados no repaguen las deudas contraídas. Es importante resaltar que todos los funcionarios en las áreas de crédito, finalmente están otorgando recursos que son propiedad de los depositantes, y dinero de los accionistas.

1.7.2 RIESGOS

Al evaluar este tipo de operaciones , los riesgos que estamos enfrentando, pueden variar sustancialmente de un crédito otorgado a una empresa local, en la moneda del país de origen. A continuación se describen los principales:³⁴

1.7.2.1.FINANCIEROS

Hay varios aspectos que se evalúan como: honestidad o seriedad con que el cliente afronta sus obligaciones financieras, así como su experiencia en el manejo del negocio y capacidad de mantenerlo con una buena posición financiera. Con el objeto de analizar el desempeño, se solicitan los estados financieros, que incluyen, el balance, estado de resultados y flujo de efectivo para los últimos dos años para determinar la tendencia de los resultados. Asimismo se requiere hacer un estudio comparativo con empresas similares dentro del mismo ramo, para determinar su eficiencia operativa y financiera.

1.7.2.2.CONVERSION DE MONEDA

Al otorgar créditos en otras monedas, es importante considerar el riesgo que existe a la hora de realizar la conversión. Si un banco extranjero otorga un crédito en dólares en México, el cuál es utilizado para comprar mercancía importada y venderla dentro del país, su fuente de repago serán pesos, por lo que cualquier alteración en el tipo de cambio afectará necesariamente la operación.

Otro factor a considerar es el periodo del financiamiento, aquellos que se pactan a un mediano o largo plazo tendrán un riesgo mayor que los que tienen una duración menor de un año, debido a que la probabilidad de una devaluación es mayor.

³⁴Oberhofer, George, "Rate Risk Management, Ed.Probus Publishing Co, New York, 1993, pp 67

1.7.2.3.PAIS

En este caso se evalúan factores económicos y políticos que puedan originar inestabilidad dentro del país, afectando la fuente de repago.

Es decir, se consideran una variedad de situaciones que se pueden presentar, desde una nacionalización o expropiación, posibilidad de guerra, hasta cambios en la política fiscal que pueden afectar gravemente al acreditado.

1.7.3 ESTRUCTURA DEL CREDITO.

TASA DE INTERES

Un crédito otorgado en dólares, puede tener dos fuentes de fondeo; el mercado doméstico o el euromercado. Aquellos que obtienen los recursos localmente toman como referencia la tasa "prime", la cual se utiliza como base para determinar el precio del crédito. Cada banco tiene su propia tasa, la cual cubre los costos de fondos, operativos y un margen de ganancia. El nivel de riesgo tiene que ir reflejado en la tasa de interés, por lo que los créditos de corto plazo tienen una percepción de riesgo menor que los de largo plazo, siendo la tasa de interés aplicable, menor comparativamente.³⁵

La tasa de interés utilizada en el Euromercado es la tasa Libor (London Interbank Offer Rate), la cuál representa únicamente el costo de fondos, por lo que es necesario establecer un margen adicional que representa los ingresos para el banco. Históricamente esta tasa ha sido menor que la tasa "prime".

Casi todos los créditos están cotizados en base a tasa fija ó flotante; lo cuál ofrece cierta flexibilidad a la institución financiera que lo ofrece para protegerse de movimientos imprevistos en las tasa de interés.

GARANTIA

Un crédito puede ser con ó sin garantía (quirografario), dependiendo si el acreditado unicamente firma un pagaré, ó adicionalmente se requiere un colateral como protección adicional, reduciendo el riesgo en la operación, y probablemente se puede negociar una reducción en la tasa de interés.

El tipo de prenda que se acepta en garantía puede variar, desde un depósito en efectivo, acciones, o bien un activo fijo cuyo valor no cambie drásticamente en plazos cortos de tiempo. Es importante señalar que a la hora de adjudicarse un bien en prenda, su valor se puede ver afectado por los siguientes factores: oferta y demanda, localización, flujo de efectivo que genera y facilidad de transportarlos de un lugar a otro, por eso cuando se financian bienes de capital a mediano plazo como maquinaria o equipo de transporte, los bancos prefieren garantías como avíos, helicópteros y barcos, en lugar de terrenos ó fábricas.

³⁵Oberlhofer, George, Op.Cit, pp 110.

AVAL

En caso de que algún cliente potencial no tenga una garantía ó colateral adecuado, es necesario que alguien con una buena solvencia de crédito garantice el repago de los recursos. Generalmente bancos internacionales buscan que los gobiernos correspondientes de cada país avalen el otorgamiento de crédito.

1.7.4. TIPOS DE FINANCIAMIENTO

CREDITO DIRECTO

Recursos que utiliza el acreditado para solventar sus necesidades eventuales de efectivo de corto y mediano plazo. Generalmente estos créditos se documentan con un pagaré donde se estipula el monto, tasa de interés y lugar de pago. Es importante que legalmente se domicilie en México y el extranjero.

FINANCIAMIENTO AL COMERCIO EXTERIOR

Generalmente al banco establece líneas de crédito para financiar cualquier tipo de importaciones y para confirmar las exportaciones. Existen también líneas otorgadas por diferentes gobiernos para promover las exportaciones de bienes de capital, como es el caso del Eximbank; así como el de productos agrícolas, el Credit Comodity Corporation.

CREDITOS SINDICADOS.

Cuando una corporación importante busca un crédito, es posible que un banco denominado agente, busque a un grupo de bancos, para que conjuntamente puedan otorgar los recursos y compartir el riesgo. Gran parte de la deuda mexicana contraída a finales de los setentas, fue a través de este tipo de instrumentos.

ARRENDAMIENTO

El banco directamente, ó a través de una subsidiaría puede adquirir una máquina ó equipo de transporte, y posteriormente realizar un acuerdo con la compañía para arrendar el equipo por un periodo determinado, y posteriormente venderlo a valor en libros.

1.7.5 POLITICAS DE CREDITO.

EL BANCO DEBE DETERMINAR EL TIPO DE RIESGO QUE DEBE AFRONTAR.

El banco puede determinar que no quiere asumir ningún riesgo de algún país extranjero. En este caso únicamente financiará a sus clientes locales, otorgando líneas de crédito para importar mercancías. De la misma manera puede financiar a una empresa local para construir una fábrica en otro país, considerando únicamente el riesgo relacionado con su cliente.³⁶

Un segundo paso, requerirá que el banco tomara riesgo país. Es decir, la institución financiera estaría dispuesta a financiar directamente a algún importador ó a algún banco de otro país para promover las exportaciones de su cliente local. En este caso, el banco estaría tomando el riesgo país, y el del importador. Más adelante, el banco se podría inclinar por financiar a plazos más largos, a corporaciones y gobiernos extranjeros con el objeto de atraer grandes depósitos obtener comisiones, etc.

TODO PROYECTO A FINANCIARSE TIENE QUE GENERAR SU PROPIA FUENTE DE REPAGO.

Un principio bastante generalizado, es que el crédito inyecta recursos necesarios para apoyar la generación de flujo de efectivo de cualquier negocio, con el objeto de que éste genere los recursos suficientes para realizar el pago. En el caso de operaciones de comercio exterior, en el momento de vender la mercancía financiada, se puede liquidar el crédito. Este principio también se aplica a créditos de largo plazo, cuando se utilizan para construir una fábrica; al ingreso por las ventas del producto, descontando los costos de producción y administrativos tendrán que ser suficientes para pagar el crédito en el plazo establecido.

LA DECISION DE CREDITO ES INDEPENDIENTE DE COMO SE VAN A OBTENER LOS RECURSOS.

Cuando a algún cliente se le otorgan oportunamente los recursos solicitados, es necesario considerar que cualquier evento que afecte el pago del crédito, el banco afectado tendrá que asumir su responsabilidad pagando a sus depositantes oportunamente utilizando sus reservas de capital. Lo mismo sucede cuando intermedia recursos de los euromercados o emite un stand-by a favor de uno de sus cliente, finalmente tendrá que afrontar las obligaciones de pago en caso de alguna eventualidad.

³⁶Oberhofer George, Op.Cit. pp 112

LA BANCA ESTA COMPITIENDO CONTRA OTRAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO.

Algunos productos en el área de mercado de capitales, se han desarrollado a partir de actividades tradicionales de banca e inversión combinada con la banca internacional, como es el caso de las siguientes operaciones: sindicaciones de crédito, compra y venta de monedas extranjeras y operaciones en Eurodolares. En años recientes, el área de mercado de capitales ha desarrollado los siguientes productos:³⁷

a.-Eurobono.

b.- Euro papel comercial, instrumento de mercado de dinero cotizado fuera de los U.S.A.

c.- Futuros. Compra o venta de un título financiero en una fecha posterior a un precio previamente acordado.

d.- Opciones en tasa de interés. El derecho, mas no la obligación de comprar ó vender un título financiero a una tasa fija en una fecha posterior.

e.- Swaps de tasa de interés. Acuerdo entre dos acreditados de intercambiar el compromiso de realizar el pago de intereses de sus deudas correspondientes.

³⁷Oberhorfer George, Op.Cit.pp 120

CAPITULO 2

2.1 SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

El tema objeto de este estudio se encuentra inmerso en el sistema bursátil, el cuál forma parte del Sistema Financiero Mexicano, por ello daremos un breve esbozo de cómo está conformado para poder ubicar dentro de éste al mercado de futuros.

El Sistema Financiero Mexicano es el conjunto de organizaciones, tanto públicas como privadas, a través de las cuáles se llevan a cabo y se regulan las actividades de circulación de dinero, otorgamiento y obtención de créditos, realización de inversiones y prestación de servicios bancarios, financieros, de seguros y fianzas.

Otra definición es "la estructura de órganos de diverso nivel que tiene como propósito la definición de la política financiera en concordancia con la política de desarrollo nacional, la regulación, inspección y vigilancia, promoción y operatividad sobre los flujos de dinero, ahorro, crédito, tasa de interés y el tipo de cambio".¹

FUNCIONES.

Las funciones esenciales del sistema financiero son las siguientes:

- a) Determinar la política financiera.
- b) Actualizar el Marco Normativo que le permita instrumentar la política financiera.
- c) Regular el Marco Normativo que le permita instrumentar la política financiera.
- d) Fomentar y Captar el ahorro social para canalizarlo a la inversión productiva.
- e) Diseñar mecanismos para ofrecer a las empresas alternativas adecuadas de financiamiento a diversos plazos.²

¹ Nuñez Estrada, Héctor Rogelio, "Mercado de Dinero y Capitales". Ed. Pac, S.A. de C.V., 1993, pp 51

² Idem, pp 52

2.1.1 ENTIDADES REGULADORAS

Asimismo el Sistema Financiero Mexicano es regulado por instancias gubernamentales que reglamentan y supervisan las operaciones que se llevan a cabo.

Estas instituciones son:

- a) Secretaría de Hacienda y Crédito Público**
- b) Banco de México**
- c) Comisión Nacional Bancaria y de Valores**
- d) Comisión Nacional de Seguros y Fianzas**

a) SECRETARIA DE HACIENDA Y CREDITO PUBLICO

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público es el órgano rector del Sistema Financiero Mexicano, le corresponde definir la política financiera del país, elaborar el marco normativo que rige el funcionamiento y operación del sistema.

Le corresponde tomar decisiones de alto nivel que afectan el comportamiento de las variables financieras (crédito, circulante, cambios, tasa de interés, etc), y de los intermediarios.

Además vigila el cumplimiento de la política de financiamiento del desarrollo.

b) BANCO DE MEXICO

El Banco de México es un organismo público descentralizado del gobierno federal, es el Banco Central y sus fines y funciones son de acuerdo a la ley los siguientes:

-Regular :

- La emisión monetaria y su circulación.
- El volumen crediticio
- Las condiciones cambiarias y tipo de cambio

El propósito es lograr la estabilidad del poder adquisitivo, condiciones favorables al desarrollo del sistema financiero y al sano crecimiento de la economía nacional.

-Operar como banco de reserva con las instituciones de crédito.

-Ser tesorero y agente financiero del gobierno federal en las operaciones de crédito.

Se establece que el ejercicio de las funciones anteriores se realizarán en concordancia con el Plan Nacional de Desarrollo y con las directrices de la Secretaría de Hacienda.³

c) COMISION NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES

La función de este órgano del Sistema Financiero es la de inspección y vigilancia tanto de las Instituciones de Crédito como de las Casas de Bolsa, a fin de que se cumplan las disposiciones de la Ley respectiva, en la prestación del servicio de Banca y Crédito.

Es un órgano descentralizado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y sus facultades son entre otras:

- Realizar la inspección y vigilancia de las operaciones llevadas a cabo por las instituciones de crédito.
- Emitir disposiciones e instrucciones a las instituciones de crédito.
- Establecer mecanismos de coordinación respecto de las operaciones que se realizan tanto en la Banca como en el medio bursátil.
- Imponer sanciones a las instituciones de crédito y bursátiles por violaciones a la ley.

2.1.2 BANCA DE DESARROLLO

El gobierno a su vez cuenta con una serie de instituciones financieras conocidas como Banca de Desarrollo.

Son definidas como entidades de la Administración Pública Federal constituidas como sociedades nacionales de crédito enfocadas al desarrollo de actividades o sectores específicos de interés público y sus programas de trabajo deben vincularse con los lineamientos y objetivos del Plan Nacional de Desarrollo.⁴

Su actividad se propone fomentar o desarrollar un área específica de la economía y son las siguientes:

- Nacional Financiera (NAFINSA)
- Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS)
- Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT)
- Banco Nacional de Comercio Interior (BNCI)
- Banco Nacional del Ejército, Fuerza Aérea y Armada. (BANJERCITO)
- Banco Nacional de Crédito Rural (BANRURAL)
- Banco Obrero

³ Ley Orgánica del Banco de México. Diario Oficial de la Federación del día 31 de Diciembre de 1984.

⁴ Nuñez Estrada, Op. Cit. pp 101.

2.1.3 AGRUPACIONES FINANCIERAS

La existencia de vínculos no formales entre diversas instituciones del sistema financiero y el no reconocimiento legal a tales relaciones de dependencia a grupos que en la práctica de hecho estaban constituidos, dió como resultado a que se decretara la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, con el propósito de establecer las disposiciones a que se sujetarían las instituciones integrantes de un grupo financiero.⁵

Los grupos se constituirán, previa autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y estarán integrados por una sociedad controladora que agrupará a entidades financieras.

Los grupos financieros están formados generalmente por:

- BANCA MULTIPLE
- CASA DE BOLSA
- ARRENDADORA
- AFIANZADORA
- ASEGURADORA
- FACTORAJE
- CASA DE CAMBIO
- ALMACENADORA

2.1.4. BANCOS EXTRANJEROS

A últimas fechas se ha incrementado en gran medida el número de grupos financieros y bancos extranjeros que están ingresando al sistema financiero mexicano.

Sus principales funciones son:

- Enlace para la administración de créditos
- Promoción de inversión nacional y extranjera
- Análisis de las condiciones políticas, económicas y sociales de México para realizar inversiones.
- Relaciones con instituciones gubernamentales y privadas.

2.1.5. ORGANISMOS BURSATILES

Por ser objeto de estudio de esta tesis se desarrolla más ampliamente adelante.

⁵ Ley para Regular las agrupaciones financieras. Publicada en el Diario Oficial de la Federación del 18 de julio de 1990.

2.1.6 ORGANIZACIONES Y ACTIVIDADES AUXILIARES DE CREDITO

- Almacenes Generales de depósito
- Arrendadores financieras
- Uniones de Crédito
- Empresas de Factoraje financiero
- Casas de Cambio independientes

2.1.7 INSTITUCIONES DE SEGUROS Y FIANZAS INDEPENDIENTES

2.2 EL SISTEMA BURSÁTIL MEXICANO

El sistema bursátil mexicano es el conjunto de organizaciones, tanto públicas como privadas, a través de las cuáles se regulan y llevan a cabo actividades crediticias mediante títulos-valor que se negocian en la Bolsa Mexicana de Valores, de acuerdo con las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y que son reguladas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y por el Banco de México.⁶

2.2.1 LOS INTERMEDIARIOS BURSATILES

Hasta principios de 1990, sólo existía un tipo de intermediario bursátil: LAS CASAS DE BOLSA. Ninguna otra persona u organización estaba autorizada para servir de enlace entre los oferentes y los demandantes de valores.

Sin embargo el 4 de enero de 1990, se publicó en le Diario Oficial un decreto que reforma y adiciona la Ley del Mercado de Valores, el cuál contempla la creación de la figura de "especialista bursátil", que es un segundo y nuevo tipo de intermediario.

Es importante señalar el papel que juegan los bancos en la intermediación bursátil. Se establece que las operaciones que éstas instituciones realicen con valores inscritos en el registro Nacional de Valores e Intermediarios deberán llevarse a cabo con la intermediación de casas de bolsa excepto cuando se trate de valores emitidos, aceptados o garantizados por los propios bancos o con valores específicamente autorizados por el Banco de México (por razones de política cambiaria) ó por la Secretaría de Hacienda.

⁶ Díaz Mata, Alfredo, "Invierta en la Bolsa", Grupo Editorial Iberoamérica, México, 1990, pp 98

2.2.2 LAS CASAS DE BOLSA

Son las sociedades anónimas registradas como tales en la Sección de Intermediarios del Registro Nacional de Valores e Intermediarios.⁷

Las actividades que las casas de bolsa pueden llevar a cabo son:

I. Actuar como intermediarios en el mercado de valores.

II. Recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que se les encomienden.

III. Prestar asesoría en materia de valores.

Además de la asesoría en materia de valores, las casas de bolsa ofrecen también asesoría financiera:

Para personas morales:

- Adquisición y fusión de empresas
- Valuaciones financieras de empresas
- Análisis de factibilidad de proyectos de inversión.
- Reestructuraciones financieras o corporativas
- Estructuración de cajas y fondos de ahorro
- Manejo de tesorería

Para personas físicas

- Portafolios de Inversión
- Asesoría patrimonial integral
- Asesoría para fideicomiso testamentario

IV. Recibir préstamos o créditos

- Conceder préstamos o créditos
- Celebrar reportos sobre valores

V. Realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que coadyuven a dar mayor estabilidad a los precios de éstos y a reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y venta.

- Proporcionar servicio de guarda y administración de valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores.
- Realizar inversiones

⁷ EL MERCADO DE VALORES MEXICANO. Folleto de Divulgación Bolsa Mexicana de Valores. Instituto Mexicano del Mercado de Valores, México, 1996.

-Llevar a cabo actividades de las que les son propias a través de oficinas, sucursales o agencias de instituciones de crédito.

-Invertir en acciones de otras sociedades que les presten servicios o cuyo objeto sea auxiliar o complementario de sus propias actividades.

-Actuar como especialistas bursátiles.

-Actuar como representantes comunes de obligacionistas y tenedores de otros valores.

Administrar las reservas para fondos de pensiones o jubilaciones de personal.

En otros artículos se incluyen disposiciones referentes a los registros contables que las casas de bolsa se comprometen a llevar, a la elaboración de estados financieros (que deben ser mensuales) y a las bases a que deben someterse para estimar sus activos.

Todas las casas de bolsa cobran generalmente las mismas tarifas por sus servicios, pero la cantidad mínima que aceptan para inversión varía mucho, lo mismo que las modalidades con que ofrecen sus servicios.

Como los inversionistas sólo pueden intervenir en el mercado de valores a través de las casas de bolsa o de los especialistas bursátiles conviene revisar la forma en que se establece la relación entre los inversionistas y las casas de bolsa.

Lo primero que debe hacer un inversionista es acudir a alguna Casa de Bolsa y abrir un contrato de valores.

Estos contratos, son autorizados por la Comisión Nacional de Valores, contienen entre sus cláusulas principales:

-La autorización que el cliente da a la casa de bolsa para que ésta realice por cuenta de aquél, actos de comercio, consistentes en comprar, vender, dar en prenda o administrar valores bursátiles.

-La autorización para que la Casa de Bolsa abra al inversionista una cuenta corriente para el depósito y administración de los valores adquiridos.

Esto último quiere decir que el cliente no recibe los valores físicamente, sino que quedan en depósito en alguna institución para el depósito de valores.

Lo que el cliente obtiene es un recibo por todas las transacciones que realiza y un estado de cuenta mensual que muestra cuáles son los títulos de su propiedad.

-El contrato también especifica si se trata de una cuenta discrecional o no discrecional (esto lo decide el inversionista al momento de firmar el contrato). Si éste opta por una cuenta discrecional, da autorización a la casa de bolsa para que decida qué títulos se compran o se venden, mientras que en un contrato no discrecional, la casa de bolsa debe recibir instrucciones específicas del cliente para realizar operaciones de compra o de venta.

-Asimismo, el contrato contiene diversas cláusulas generales que se refieren a las comisiones y honorarios que el inversionista debe pagar por los servicios de la casa de bolsa, plazos para la revisión de estados de cuenta y otras.

Cuando los contratos son no discrecionales, el cliente puede girar órdenes a la casa de bolsa, normalmente a través de su promotor. Este promotor es el representante de la casa de bolsa y por lo general, a cada cliente se le asigna un promotor específico.

Este promotor recibe las órdenes del inversionista para comprar o vender cualquier cantidad de cualquiera de los valores que se negocian en el mercado de valores.

El inversionista puede girar órdenes a la Casa de Bolsa para realizar movimientos mediante tres tipos de órdenes:

-Orden a precio de mercado

Los valores que ordene comprar o vender se negocian al precio al que se encuentren en el mercado al momento de realizar la operación.

-Orden a precio limitado

El inversionista fija los límites inferior o superior, o ambos, dentro de los cuáles desea realizar la operación. Si las condiciones (precios de mercado) lo permiten, se realiza la operación. En otras palabras, la casa de bolsa vende si los precios que se pueden conseguir están dentro de los límites marcados por el inversionista ; no puede operar por debajo del precio mínimo ni por encima del máximo.

-Orden abierta.

En este caso, además de que no se establecen límites en los precios (como en las órdenes a precio de mercado) tampoco se establece límite de tiempo para la ejecución.

Se sigue intentando la operación hasta que se realiza o hasta que el inversionista gira una contraorden.

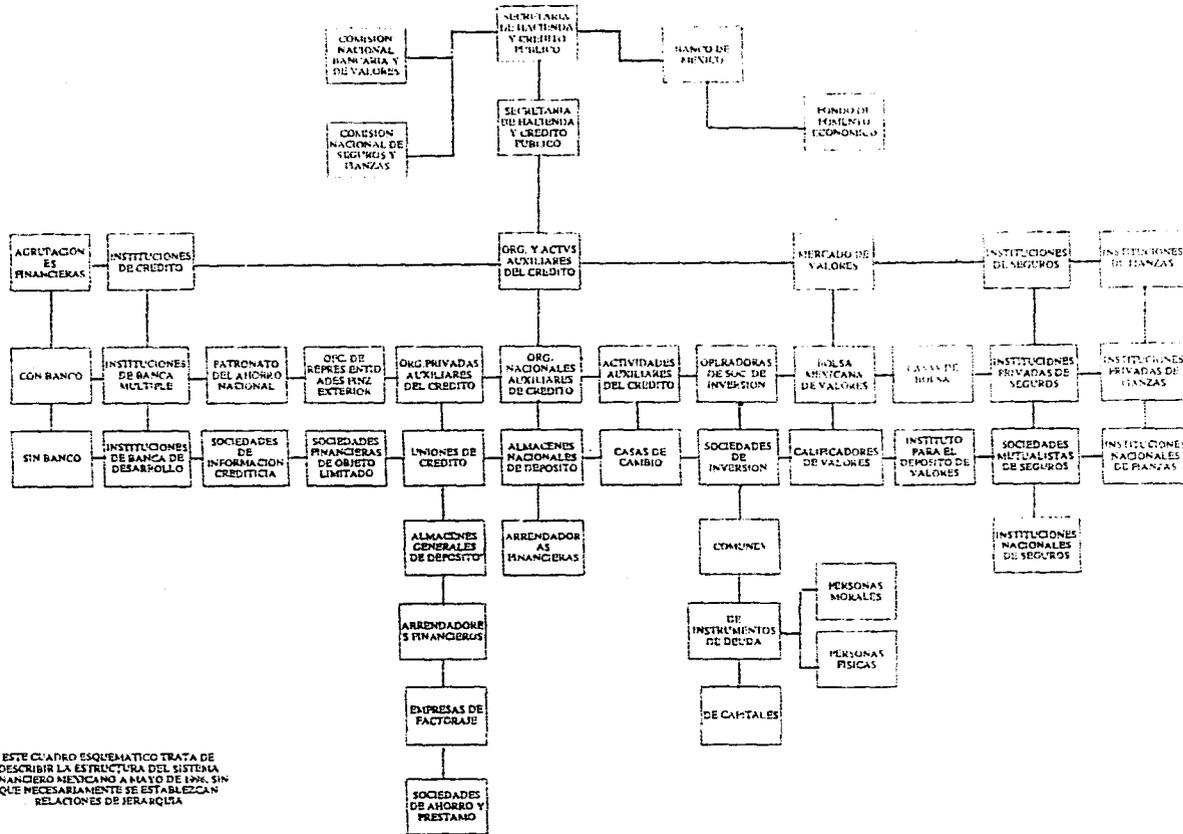
Aparte de la intermediación en la compra/venta de valores en el mercado bursátil y de la asesoría sobre estas operaciones, las casas de bolsa ofrecen diversos servicios a los inversionistas, entre los que se encuentran:

-Operaciones a plazo, a futuro y de reporto

-Otorgamiento de créditos

-Asesoría a empresas e instituciones para la captación de recursos bursátiles.

ESTRUCTURA ACTUAL DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



ESTE CUADRO ESQUEMATICO TRATA DE DESCRIBIR LA ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO A MAYO DE 1976, SIN QUE NECESARIAMENTE SE ESTABLEZCAN RELACIONES DE JERARQUIA

2.2.3 LOS ESPECIALISTAS BURSÁTILES

La inclusión de los intermediarios bursátiles en la Ley del Mercado de Valores se llevó a cabo en enero de 1990. A continuación se dan algunas de los motivos para crear este tipo de intermediarios:⁸

-La autorización legal de un nuevo tipo de intermediario cuyas bondades se consideran deseables para el desarrollo del mercado, se concreta al proponer la figura del especialista bursátil. El planteamiento se desarrolla en dos vertientes, ya que por un lado se faculta expresamente a las casas de bolsa para cumplir con esa función y por la otra, se prevé que el especialista pueda organizarse y operar de manera independiente.

-Al especialista se le reserva un nicho de mercado bien definido, como lo es el actuar como mediador entre la oferta y la demanda, efectuando operaciones por cuenta propia respecto de los valores en que sea registrado como tal.

Contrariamente a las Casas de Bolsa, sus operaciones no se llevarán a cabo por venta de terceros, sino frente a los terceros con quienes contrate, los cuáles podrán ser casas de bolsa, otros especialistas y cuando las condiciones lo justifiquen, directamente con el público inversionista.

-El catálogo de las operaciones que pueden realizar los especialistas es más limitado que el de las casas de bolsa, se les imponen ciertas obligaciones particulares para coadyuvar a su mejor operación y por lo demás, respecto a los requisitos para su autorización, inspección y vigilancia por parte de la autoridad, se les sujeta a un régimen similar al de las casas de bolsa, por ser otra categoría de intermediarios en el mercado de valores.

Las únicas actividades que los especialistas bursátiles están autorizados a realizar son:

-Actuar como intermediarios por cuenta propia, respecto de los valores en que se encuentren registrados como especialistas en la bolsa de valores que sean socios.

-Recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que les sean propias, así como celebrar reportos sobre valores.

-Realizar operaciones por cuenta propia respecto de los valores en que sean especialistas, para facilitar la colocación de dichos valores o coadyuvar a la mayor estabilidad de los precios de éstos y reducir los márgenes entre cotizaciones de compra y de venta de los propios títulos, favoreciendo condiciones de liquidez en su mercado.

-Mantener en guarda y administración sus valores, depositando los títulos en una institución para el depósito de valores.

⁸ LEY DEL MERCADO DE VALORES Y LEY DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN. Comisión Nacional Bancaria y de Valores, México, 1ª Edición, México, 1996.

-Invertir en acciones de otras sociedades que les presten servicios o cuyo objeto sea auxiliar o complementario de las actividades que realicen estos especialistas.

2.3 LA BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.

La función de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV) es facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo a través de diversas actividades entre las que se encuentran:

- Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores.
- Ofrecer la pública información sobre los valores inscritos en bolsa, sus emisores y las operaciones que en ellas se realicen.
- Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables.
- Certificar las cotizaciones en bolsa.⁹

La operación de las bolsas de valores se hace a través de una concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda.

El funcionamiento de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. gira en torno a las operaciones de intercambio de recursos monetarios que, a través de títulos-valor, se lleva a cabo en el piso de remates, sitio que está dispuesto para el intercambio entre oferentes y demandantes.

2.3.1 BREVE HISTORIA DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

Las primeras operaciones con valores que se realizaron en México se concertaron hacia 1880 en las oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, con títulos, principalmente de compañías mineras.

La compraventa de éstas acciones continuó en forma no institucionalizada hasta el 31 de octubre de 1894, cuando se constituyó la Bolsa de Valores de México, con oficinas en la Calle de Plateros, actualmente Francisco I. Madero, la cuál se disolvió pocos años después.

En 1907 se creó la Bolsa Privada de México, que en 1910 cambió su denominación a Bolsa de Valores de México, S.C.L. y que siguió operando ininterrumpidamente hasta 1933, año en que se transformó en la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V., recibiendo autorización para operar como institución auxiliar de crédito.¹⁰

⁹ La Bolsa Mexicana de Valores, Instituto Mexicano del Mercado de Valores, México, 1994.

¹⁰ La Bolsa Mexicana de Valores, Op.Cit. pp 6

En 1975 se promulgó la Ley del Mercado de Valores que, como hemos visto , establece el marco legal para el funcionamiento del Sistema Bursátil.

Por último en 1976 la Bolsa de Valores de México, adoptó su denominación actual de Bolsa Mexicana de Valores, S.A. DE C.V.

El edificio actual de Reforma 255 fue inaugurado el 19 de abril de 1990. La BMV cuenta con dos centros bursátiles de información, uno localizado en Guadalajara, Jalisco y el otro en Monterrey, N.L.

2.3.2 EL PISO DE REMATES

Los valores que se negocian en la BMV se clasifican de acuerdo con el tipo de rendimiento y a su plazo, son los que se mencionan a continuación.

| RENTA FIJA | TITULO |
|-----------------------|--|
| LARGO PLAZO | BONO DE INDEMNIZACION BANCARIA BONOS BANCARIOS BONOS DE RENOVACION URBANA OBLIGACIONES |
| CORTO PLAZO | CETES PAGAFES TESOBONOS AJUSTABONOS PAPEL COMERCIAL PAPEL BANCARIO ACEPTACIONES BANCARIAS |
| RENTA VARIABLE | |
| LARGO PLAZO | ACCIONES INDUSTRIALES, COMERCIALES Y DE SERVICIOS. ACCIONES DE SOCIEDADES DE INVERSION |

En el piso de remates se reúnen el agente de bolsa y los operadores de piso (representantes de casas de bolsa) para concretar las operaciones de compra-venta de valores.

El salón está dividido en cinco "corros", que son unidades de control. Cuatro de ellos se ocupan del mercado de capitales (largo plazo) y el quinto controla el mercado de dinero, incluyendo metales preciosos amonedados. Cabe mencionar que a la fecha del presente trabajo ya se tenía listo el proyecto de la Bolsa Mexicana de Derivados para su operación independiente y con un logotipo independiente.

Existen pantallas en las que aparecen los datos referentes a los movimientos con cada uno de los valores que se cotizan. A las pantallas, conjuntos de cuadros, se les denominará "estructuras".¹¹

En cada pantalla aparecen los siguientes datos.

1. Clave de pizarra de la emisora.
2. Postura de Venta. Se anota sólo la postura más baja, colocando al lado izquierdo el volumen, y el precio, al lado derecho.
3. Postura de compra. Se anota sólo la más alta.
4. Último hecho anterior. El último precio negociado el día hábil inmediato anterior.
5. Rangos de fluctuaciones de precios.
6. Precio máximo del día.
7. Precio mínimo del día.
8. Precio último, registrado en el corro para el día.
9. Total de acciones negociadas. Volumen negociado hasta el momento.

2.3.3 TIPOS DE ORDENES Y DE OPERACIONES

Las operaciones se concertan en el piso de remates a través de los agentes y operadores, de acuerdo con las órdenes de los inversionistas, las cuáles pueden ser de tres tipos:

ORDENES LIMITADAS

El cliente fija el precio máximo de compra o el mínimo de venta. Fuera de estos límites no pueden llevarse a cabo.

ORDENES AL MERCADO.

La operación se realiza al precio que se cotice en el momento.

ORDENES CONDICIONALES

La operación se realiza sólo en el caso de que se den ciertas condiciones que especifique el inversionista.

Las operaciones, además, pueden clasificarse en función de su forma de contratación o de su forma de liquidación.

Las operaciones, de acuerdo con su forma de contratación, pueden ser:

¹¹ EL SALON DE REMATES Y SUS OPERACIONES. Bolsa Mexicana de Valores, Instituto del Mercado de Valores, México, 1995.

EN FIRME

Se deposita en el corro correspondiente una ficha de compra o venta (orden en firme), especificando las condiciones de la postura (emisora, número de acciones, precio y vigencia). Cuando concuerdan una orden de compra con otra de venta se cierra la operación.

DE VIVA VOZ

Los agentes u operadores de bolsa anuncian en voz alta su postura y si algún otro la acepta, grita "CERRADO". Después de concertada la operación se debe registrar en el corro correspondiente. En la Bolsa Mexicana de Valores la palabra es la base principal de las transacciones. Por ello su lema es "ditum meum pactum", que traducido del latín quiere decir:

"mi palabra es mi contrato".

CRUZADA

Son operaciones que se llevan a cabo cuando una casa o agente de bolsa tiene en su poder órdenes de compra por un lado, y de venta por otro, las cuáles coinciden entre sí. Las operaciones cruzadas se anuncian en el piso de remates, de modo que si otro agente u operador se interesa en ellas, pueda intervenir con un precio más bajo, si vende o más alto si compra.

El agente u operador de piso que se interese en la operación podrá intervenir diciendo "doy" si su postura es de oferente o "tomo", si es de demandante, cerrando la operación con una ligera variación en el precio, convencionalmente prevista, de acuerdo con las "pujas" mínimas fijadas según acuerdo y que están determinadas por el precio de los valores y una escala conocida.

DE CAMA

Operación que se propone prácticamente en firme, aunque el precio de compra o venta se maneja con cierto margen de fluctuación. Si algún operador propone de viva voz "pongo una cama" y otro operador acepta, para lo cual deberá decir también de viva voz "escucho la cama", el primero se obliga a realizar la operación en alguno de los dos precios que resulten del diferencial acordado, según la opción que elija: comprar o vender.

2.4. CLASIFICACION DE LOS VALORES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

Los valores que se negocian en el mercado están clasificados en tres principales mercados:
MERCADO DE CAPITALES
MERCADO DE DINERO Y DE METALES.

El criterio en el cuál se basa la clasificación entre las dos primeras categorías es el plazo al que se contratan los diversos valores, es decir, el mercado de capitales incluye los valores que normalmente se negocian a largo plazo , es decir mayor a un año, en tanto que el mercado de dinero abarca aquellos cuyo plazo es corto,es decir, menor a un año.

MERCADO DE VALORES

El mercado de Valores lo podemos definir como el mecanismo que permite la emisión,colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores.¹²

| MERCADO DE DINERO | MERCADO DE CAPITALES |
|--|--|
| -Operaciones de Corto plazo predeterminado | -Operaciones de Mediano y Largo Plazo |
| -Colocación de excedentes de tesorería | -Financiamiento para formación de Capital Fijo |
| -Financiamiento para gasto corriente | -Inversiones Patrimoniales o especulativas |
| -Rendimientos predeterminados o fijos | -Rendimientos variables en acciones y fijos en bonos |
| -Bajo riesgo y alta liquidez | -Riesgo en la inversión |

2.4.1 MERCADO DE DINERO

Es una alternativa más del Mercado de Valores, de características particulares y diferentes.

Podemos conceptualizarlo como 'un mercado de mayores instrumentos de deuda de corto plazo (papel) , en el que actúan los demandantes y oferentes , a través de los intermediarios para llegar a las transacciones de dinero a un precio que generalmente se llevan a cabo a descuento y siempre se relaciona con el rendimiento"¹³

¹² EL MERCADO DE VALORES MEXICANO, Bolsa Mexicana de Valores. Instituto Mexicano del Mercado de Valores. México, 1996.

¹³ Martínez , Víctor Manuel, el Mercado de Dinero, UAM- A, 1994, pp 2.

Es el área de la Casa de Bolsa, donde concurren oferentes y demandantes de "DINERO" en el Corto Plazo, desarrollando la actividad de Intermediación Financiera (Captación de recursos o fondos) y oferta de deuda o de pasivos financieros documentos como "Títulos Valor" y conocidos como "Instrumentos de Mercado de Dinero".

Tanto oferentes como demandantes, son puestos en contacto regularmente por los intermediarios del mercado (en este caso nos referimos a las Casas de Bolsa y a las Instituciones Bancarias) con el fin de encontrar un precio por el bien que negocian, en el que ambos están de acuerdo conformando así el punto de equilibrio entre Oferentes y Demandantes.

En síntesis podemos decir que el Mercado de Dinero es un mercado de Mayoreo de Instrumentos de Deuda a Corto Plazo, en el que se regulan los excedentes y faltantes de dinero entre las personas o instituciones.

2.4.1.1 ELEMENTOS QUE CONFIGURAN EL MERCADO DE DINERO

Fundamentalmente son los siguientes:

- 1) OFERENTES (personas físicas y morales)
- 2) DEMANDANTES (que comprende básicamente personas morales entre las que se encuentran el gobierno, las instituciones bancarias y las empresas privadas).
- 3) INTERMEDIARIOS (Casas de Bolsa y Bancos).
- 4) BIEN O PRODUCTO (Dinero y Valores).
- 5) AUTORIDADES REGULADORAS (La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, La Comisión Nacional Bancaria y de Valores, La Bolsa Mexicana de Valores y el Banco de México.)¹⁴

2.4.1.2. CARACTERISTICAS DEL MERCADO DE DINERO

Entre sus características principales podemos mencionar que:

- 1) Operan instrumentos emitidos por entidades o instituciones públicas y privadas (Deudas o Pasivos).
- 2) Poseen un valor de vencimiento o redención (NOMINAL).
- 3) Se operan a descuento o con Tasa de Descuento (Operaciones de Mercado) y con tasas de rendimiento (Operaciones de Reporto).
- 4) Sus instrumentos poseen un plazo fijo conocido con anticipación (Se caracteriza por se un plazo corto comunmente menor a un año).

¹⁴ Mercado de Dinero, Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. , México, 1996, pp 12

5) Poseen un rendimiento predeterminado o fijo (sin riesgo de variación) sujeto al plazo de emisión.

6) Poseen liquidez inmediata, mismo día (Mercado de Mayoreo Tesorerías) y siguiente día (24 horas, Mercado de Menudeo ,personas físicas).

2.4.1.3 OPERACIONES QUE SE REALIZAN EN MERCADO DE DINERO

Básicamente son las siguientes:

1) Operaciones de Mercado (Compras y Ventas).

2) Operaciones de Reporto (Compras y Ventas).

Las primeras se refieren a la adquisición de Instrumentos específicos de acuerdo a plazos y tasas de rendimiento ofrecidas por los mismo en el Mercado.

3) Sin riesgo de cambio en la Tasa de Rendimiento (compra a vencimiento).

4) Con riesgo de cambio de la Tasa de Rendimiento (Venta anticipada al Vencimiento).

Las segundas con operaciones que se pactan por un monto y un plazo determinados con base a una tasa premio predeterminada, la cuál es equivalente a una tasa de interés y constituye una operación de rendimiento definido.

5) Son operaciones sin riesgo de cambio en la tasa premio (Constituye una operación de Rendimiento fijo).¹⁵

2.4.1.4 MESA DE DINERO

Se denomina Mesa de Dinero al "Lugar físico " donde los operadores o traders realizan sus negociaciones, operaciones, cotizaciones o fijan precios, tasas de rendimiento y tasas premio con sus clientes principalmente la comunicación es vía telefónica , apoyados por un sistema de cómputo.

2.4.1.5 TRADING

Se entiende por el término de "Trading" el conjunto de actividades que realiza una persona u operador de mercado de dinero para cerrar o pactar sus operaciones en función de la oferta y demanda del mercado, de financiamiento y captación de recursos y de intermediación como política económica. Por este hecho la persona u operador recibe el nombre de Trader.

¹⁵ MERCADO DE DINERO, Op.Cit. pp 32

2.4.1.6 FONDEO

El término en general, involucra la actividad de captar recursos o fondos de los inversionistas (Tesorerías de empresas) y ahorradores (público en general) con objeto de colocar instrumentos de mercado de dinero antes de su vencimiento (inventarios o posición mismo día y siguiente día de la Casa de Bolsa), constituyendo así el mercado secundario, cuya oferta y demanda fijan las tasas , el precio de compra/venta de los instrumentos del mismo.

2.4.1.7 INSTRUMENTOS QUE INTEGRAN EL MERCADO DE DINERO

VALORES GUBERNAMENTALES

Cetes

Bondes

Pagafes

Ajustabonos

VALORES BANCARIOS

Aceptaciones bancarias

Pagaré Bancario

Papel Comercial

PRODUCTOS DERIVADOS SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

FUTUROS

FORWARDS

OPCIONES

COBERTURAS CAMBIARIAS

*Aquí es donde podemos ubicar el tema de ésta tesis.

2.4.2 MERCADO DE CAPITALES

2.4.2.1 DEFINICION

El mercado de capitales podemos definirlo como "el punto de concurrencia de fondos provenientes de las personas, empresas y gobierno, con los demandantes de dichos fondos que normalmente lo solicitan para destinarlo a la formación de capital fijo".¹⁶

Las características principales de este mercado son las operaciones a mediano y largo plazo, el financiamiento para formación de capital fijo, rendimientos variables en acciones y riesgos en la inversión.

2.4.2.2. ANTECEDENTES

En el caso de nuestro país se establecieron a fines del siglo pasado, sobre todo de capital extranjero, que se ubican en la minería, en los textiles, ingenios azucareros, etc.

Las cuáles requerían financiamiento por lo que empezaron a emitir acciones, con lo cual se "generó un incipiente mercado de valores que se fue desarrollando poco a poco; durante su tiempo estos valores se corrían" o negociaban en carruajes que se situaban en las calles de Plateros en el primer cuadro de la Ciudad de México, y de ésta manera crecía un mercado de capitales".¹⁷

A los valores que se negocian en el mercado de capitales se les subdivide a su vez en valores de renta variable y valores de renta fija.

Este proceso de corretaje en las calles o lugares improvisados culminó con la constitución formal en 1894 de la Bolsa de Valores de México.

Posteriormente la Bolsa reflejó la situación del país, "La actividad bursátil se vió envuelta, en sus inicios, por la Revolución Mexicana y la Primera Guerra Mundial, siendo afectada más tarde por las crisis financieras de Nueva York. Entretanto en 1933 se publicó la Ley de Bolsas, aunque el mercado de valores no logró una relevancia significativa en México, sino hasta finales de la Segunda Guerra Mundial".¹⁸

Sin embargo, su importancia proviene en primer lugar a partir de 1975 cuando se reglamenta el financiamiento del mercado de capitales, los agentes y los títulos en la Ley del Mercado de Valores.

Posteriormente la nacionalización bancaria y la reestructuración del sistema financiero y finalmente la internacionalización de capitales y la globalización le dieron el impulso definitivo que ha consolidado dicho mercado.

¹⁶ Villarruel, A. y Medina. Héctor. Mercado de Valores, Material de Prácticas Bursátiles, México, 1992, pp.68

¹⁷ Martínez Víctor, Op.Cit. pp 3

¹⁸ Bolsa Mexicana de Valores. Op.Cit.

Dentro de la primera categoría se incluyen las acciones de empresas industriales, comerciales, financieras, de servicios y las acciones de las sociedades de inversión.

VALORES DE RENTA VARIABLE

Acciones de empresas industriales, comerciales y de servicios.
Acciones de sociedades de inversión, de compañías de Seguros y Fianzas
Acciones de Casa de Bolsa
Acciones de instituciones de crédito

VALORES DE RENTA FIJA

Obligaciones
Bibs
Pagarés
Bores
Bonos bancarios de desarrollo
Certificados de participación ordinarios
Certificados de participación inmobiliarios

ACCIONES

La acción de acuerdo a la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito es un "Título valor nominativo que representa una de las partes iguales en que se divide el capital social de la empresa e incorpora los derechos y obligaciones de los socios".¹⁹

EMISORES

Originalmente las emisoras fueron empresas industriales, posteriormente se agregaron empresas comerciales, de servicios e instituciones del sector financiero, Bancos, Casas de Bolsa, Aseguradoras, Afianzadoras y las diferentes modalidades de sociedades de inversión: Renta fija, comunes y de capital.

¹⁹ Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Op. Cit.

2.5. LA COMISION NACIONAL BANCARIA Y DE VALORES

Es el organismo encargado de regular el sistema bancario y el mercado de valores, en términos de la Ley del Mercado de Valores y de sus disposiciones reglamentarias, y de vigilar la debida observancia de éstos.²⁰

Entre sus facultades se encuentran las siguientes:

- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las casas de bolsa, especialistas bursátiles y de las bolsas de valores.
- Inspeccionar y vigilar a los emisores de valores.
- Investigar actos que hagan suponer la ejecución de operaciones violatorias de la Ley del Mercado de Valores.
- Establecer criterios de aplicación general acerca de los actos u operaciones que se consideren contrarios a los usos bursátiles o sanas prácticas del mercado y dictar las medidas necesarias para que las casas de bolsa, especialistas bursátiles y bolsas de valores, ajusten sus actividades y operaciones a la Ley del Mercado de Valores.
- Ordenar la suspensión de cotizaciones de valores, cuando en el mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes a sanos usos o prácticas.
- Intervenir administrativamente a las casas de bolsa, especialistas bursátiles y bolsas de valores, para que ajusten sus actividades y operaciones a la presente ley.
- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las instituciones para el depósito de valores, así como autorizar y vigilar sistemas de compensación, de información centralizada, calificación de valores y otros mecanismos tendientes a facilitar el trámite de operaciones o a perfeccionar el mercado.

- Dictar las disposiciones generales a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y especialistas bursátiles en la aplicación de su capital global, así como las bolsas de valores en la aplicación de su capital contable.

- Formar la estadística nacional de valores

- Hacer publicaciones sobre el mercado de valores
- Ser órgano de consulta del Gobierno Federal y de los organismos descentralizados, en materia de valores.
- Dictaminar las normas de registro de operaciones a las que deberán ajustarse las casas de bolsa, especialistas bursátiles y bolsas de valores.
- Actuar como conciliador y proponer la designación de árbitros en conflictos originados por operaciones que hayan contratado las casas de bolsa, y en su caso, los especialistas bursátiles con sus clientes.
- Imponer sanciones por infracciones a la Ley del Mercado de Valores

²⁰ Ley del Mercado de Valores, Op.Cit.

2.6. INSTITUCIONES PARA EL DEPOSITO DE VALORES

El servicio destinado a satisfacer necesidades de interés general relacionadas con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores se realiza a través de instituciones para el depósito de valores concesionadas por el gobierno federal a particulares.²¹

Actualmente la Sociedad de Depósito Indeval, S.A. de C.V. es la única institución autorizada para fungir como depósito de valores.

El objeto de las instituciones para el depósito de valores es prestar los servicios correspondientes a:

1. Depósito de valores, títulos y documentos asimilables a aquéllos.
2. Administración de los valores entregados en depósito. Pueden también hacer efectivos los derechos patrimoniales derivados de los valores, tales como cobro de amortizaciones, dividendos en efectivo o en acciones, intereses y otros.
3. Transferencia, compensación y liquidación sobre operaciones realizados con los valores en depósito.
4. Intervención en operaciones en las que se utilicen como garantía prendaria los valores en depósito.
5. Registro e inscripción de acciones en el Registro Público de Comercio.
6. Expedir certificaciones de los actos que realicen.

El depósito de valores se constituye mediante la entrega de los valores a la institución, la cuál debe abrir cuentas a favor de sus depositantes.

La transferencia de los valores depositados se debe hacer mediante giro o transferencia de cuenta a cuenta, a través de asientos en los registros de la institución depositaria, sin ser necesaria la entrega material de los documentos y sin hacer anotaciones en los títulos ni en el registro de sus emisores.

Las instituciones para el depósito de valores deben constituirse como sociedades anónimas de capital variable de acuerdo con los siguientes requerimientos.

1. De duración indefinida.
2. El capital social sin derecho a retiro deberá estar íntegramente pagado.
3. Los socios pueden ser casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones de crédito, compañías de seguros y fianzas.
4. Cada socio sólo puede ser propietario de una acción.
5. El número de socios de cada institución no puede ser inferior a veinte.
6. Sus administradores que no pueden ser menos de once y deben actuar constituidos como Consejo de Administración, deben tener solvencia moral y económica, así como capacidad técnica y administrativa.

²¹ Ley del Mercado de Valores, Op.Cit.

CAPITULO 3

3.1 LOS PRODUCTOS DERIVADOS

Los participantes en cualquier mercado financiero tienen distintas necesidades de inversión, que dependen entre otras cosas de la posición de riesgo-rendimiento que requieren y de sus perspectivas sobre estos mercados.

Asimismo pueden ser utilizados los productos derivados para cubrirse contra movimientos del tipo de cambio y de las tasas de interés o bien para especular y obtener mayores utilidades.

Así un inversionista con una expectativa de fuerte alza en una acción puede decidir comprar dicha acción en una proporción de su portafolio con la cuál se sienta a gusto, dado el riesgo de estar equivocado.

En los mercados de renta fija se puede observar una situación similar. Por ejemplo, un inversionista que espera una baja en las tasas de interés invertirá a largo plazo, pero al hacerlo tomará el riesgo de alza en las tasas y por consiguiente el riesgo de pérdida de su posición.

Las acciones, los instrumentos de renta fija, las divisas, el oro, la plata y otras mercancías pueden utilizarse como instrumentos de inversión. Dichos instrumentos, como en los ejemplos anteriores, ofrecen posibilidades de alto rendimiento, pero también ofrecen riesgos si las expectativas del inversionista están equivocadas, estos instrumentos los llamaremos primarios.

La manera de obtener rendimientos positivos en los instrumentos primarios es comprando barato y vendiendo caro, es decir, siguiendo los movimientos de los mercados y realizando compras y ventas en los momentos adecuados. Aunque repetitivo, es importante mencionar que en todas estas operaciones la posibilidad de pérdida total está latente.

Los instrumentos derivados permiten participar en los mercados de manera más flexible ya que con ellos se puede invertir a partir de una expectativa de mercados se puede invertir también sin tener idea clara del sentido de los movimientos pero sí de la magnitud de estos.

Se pueden adquirir seguros contra movimientos adversos, se pueden aprovechar más fácilmente posibles discrepancias de precio entre productos similares, y muchas otras estrategias.

Entre los instrumentos derivados podríamos considerar los futuros, los forwards, las opciones, los SWAPS (intercambio de flujos de efectivo) y los Warrants.

Los rendimientos y flujos de efectivo de todos los instrumentos derivados y primarios pueden replicarse mediante el uso de combinaciones de opciones, de ahí su importancia.

3.2 LA CREACION DEL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES EN MEXICO

Las empresas se encuentran inmersas en un medio ambiente más competitivo caracterizado por transformaciones constantes, por lo que el contar con un mayor número de elementos que les permitan afrontarlas es actualmente un requisito indispensable.

En México se han logrado avances tendientes a brindar a los agentes económicos las condiciones mínimas necesarias para competir tanto en el mercado local como en el internacional, siendo el Sistema Financiero Mexicano uno de los encargados de proveer estas herramientas, con elementos tales como la cobertura internacional, la agilización de servicios, procedimientos y la introducción de nuevos productos.

Para cumplir con el propósito de ser el instrumento de enlace entre los diferentes agentes económicos del país, el propio Sistema Financiero Mexicano ha sufrido una serie de adecuaciones, siendo aún necesario complementarlas ya que, por ejemplo, herramientas básicas de cobertura contra riesgos financieros, como los futuros de tasas de interés, hasta hace un año no podían ser adquiridas por instituciones nacionales sin recurrir a mercados externos, situando a las empresas mexicanas en una posición desfavorable en relación a sus contrapartes extranjeras.

Entre las ventajas que ofrecería este mercado a las instituciones locales se encuentran las siguientes:

Eliminar los riesgos generados por posesiones de activos cuyo precio está íntimamente ligado a las tasas de interés, fortalecer la planeación de las empresas al conocer con anterioridad los costos en que incurrirá al financiarse y los rendimientos sobre sus inversiones, reasignar los riesgos por fluctuaciones en las tasas de interés entre los diferentes participantes del mercado, así como reflejar en forma eficiente las expectativas respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés.

Es precisamente esta carencia la que motiva la elaboración del presente trabajo, al tratar de profundizar en los elementos indispensables para que una vez establecido en México este mercado se aproveche por lo inversionistas al máximo.

De manera formal se busca determinar la factibilidad y características básicas de un mercado de futuros de tasas de interés en México- teniendo como base del mismo a los instrumentos de deuda pública- que permitan lograr una mayor eficiencia en el Sistema Financiero Mexicano así como el beneficio inherente para las empresas expuestas a riesgo por fluctuaciones en las tasas de interés.

Además de lo anterior, entre los propósitos de la investigación se encuentran: determinar entre las instituciones financieras mexicanas el grado de conocimiento de los instrumentos derivados para saber qué tan necesario es llevar a cabo una labor de capacitación entre los propios participantes y sus clientes potenciales, conocer si existe entre las mismas instituciones una percepción clara de la exposición al riesgo por fluctuaciones en las tasas de interés derivado de la naturaleza de sus operaciones y , en general determinar aquellas características necesarias que aseguren el éxito de este mercado en México.

Para cumplir con los objetivos planteados es necesario describir el ambiente financiero nacional y las principales instituciones que lo conforman para de esa manera ubicar el entorno dentro del cual se establecerá el mercado de futuros.

Es necesario definir con precisión al riesgo por fluctuaciones en las tasas de interés, así como los mecanismos utilizados para su medición y control, todo ello dentro del contexto económico internacional marcado por la inestabilidad financiera.

Es de suma importancia este capítulo debido a que define e involucra conceptos fundamentales de cobertura, básicos para comprender el papel que pueden llegar a tener los instrumentos derivados dentro de la operación diaria tanto de empresas financieras como de instituciones ajenas a este sector.

La descripción de los forwards y futuros , como los instrumentos cuya implantación en nuestro país sería más factible, constituyen la parte medular del presente trabajo., el cuál se distingue de la literatura que ha surgido a este respecto al profundizar en la valuación de los futuros financieros y en la determinación de la cobertura necesaria para eliminar las fluctuaciones en las tasas de interés.

Para concluir, se hace referencia a los documentos emitidos por el Banco de México respecto al mercado opciones y futuros.

Por último se relacionan los aspectos teóricos con la operación de las instituciones financieras de nuestro país, así como dar una breve explicación de las estrategias a seguir contra las fluctuaciones en las tasas de interés (forward o futuro de tasas de interés) para que se adecúe a las características y necesidades de los principales usuarios, es decir, de los funcionarios del área de mercado de dinero de las instituciones de Banca Múltiple y Casas de Bolsa en México.

Es de vital importancia cuestionar a los usuarios sobre la implantación de instrumentos, que por benéficos que sean, deben cumplir con las características que estén buscando de ellos los participantes. Tal fue el caso de los warrants , los cuáles, a pesar de llevar en operación cerca de cuatro años, todavía no alcanzan un nivel de utilización lo suficientemente alto, ya que parte de los usuarios tanto los finales como los intermediarios- no están familiarizados con el mismo desconociendo sus características propias a profundidad.

3.3 ANTECEDENTES DE LOS FUTUROS

Los futuros surgen como una respuesta a las necesidades de los agentes económicos que, al enfrentar un medio ambiente incierto, buscan mecanismos para asegurar sus flujos monetarios.

Esta situación ha prevalecido a lo largo de la historia, por lo que hay que remontarse a ella para contar con un panorama general de las diferentes alternativas utilizadas para cubrir esa necesidad.

Es por ello que se presentan los acontecimientos que han dado origen a los que actualmente se conocen como los futuros, a partir de la historia de los mismos y una breve descripción de las características de los forwards como antecedente inmediato de los futuros.

La historia de los contratos a futuro se remonta a la Antigua Grecia y al Imperio Romano donde ya se comerciaban productos de una manera organizada y en un lugar fijo preestablecido, con un mecanismo que permitía la entrega a futuro de los bienes comerciados. Otro antecedente se presentó en Europa en la época feudal, cuando el comercio se efectuaba en ferias medievales igualmente establecidas en un lugar fijo y con una fecha determinada.¹

A dichas ferias asistían mercaderes de diversas regiones y dadas las condiciones de infraestructura prevalecientes, resultaba bastante difícil el traslado de las mercancías a comerciar al lugar donde se llevaría a cabo la feria, al presentarse durante el trayecto diversas contingencias tales como el deterioro, la pérdida y los cambios desfavorables en los precios de las mercancías, surgiendo de esta manera la necesidad de diversas alternativas que eliminaran estos inconvenientes, tal como la compra de mercancía para entrega a futuro.

Este fue el antecedente inmediato de lo que se conoce como los forwards, en los cuáles el comprador y el vendedor pactan el precio y la calidad del producto a ser comerciado para ser entregado en una fecha futura y en un lugar determinado.

Este contrato tuvo su origen en la ciudad de Liverpool, Inglaterra, en el año de 1780. El contrato presentaba ciertas imperfecciones, como la poca estandarización de los bienes a comerciar, la falta de garantía para el cumplimiento de los contratos y la inexistencia de un mercado eficiente para la correcta determinación del precio de los bienes involucrados, lo cual afectaba negativamente la reventa de los mismos.

Debido a éstas ineficiencias surgió la necesidad de un mecanismo de regulación que solucionara estos problemas, por lo cual fueron fundadas instituciones dedicadas a proporcionar al mercado las garantías necesarias para eficientar tanto la operación como el desarrollo de los contratos a futuro.

¹ Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, Chicago Illinois, 1990, pp 3

La más conocida de éstas instituciones es la Junta de Comercio de Chicago (CHICAGO BOARD OF TRADE) fundada en el año de 1848, comenzando sus operaciones como las conocemos actualmente en el año de 1860.

Respondiendo al cambiante medio ambiente financiero internacional, surgieron en el año de 1972 los futuros sobre activos financieros como una posibilidad para la cobertura de riesgos contra la variación en los precios de estos activos.

Estos contratos fueron introducidos por el International Monetary Market del CHICAGO MERCANTIL EXCHANGE en ese mismo año.

3.4 DEFINICION DE FUTURO

"Un contrato de futuros , en un sentido muy amplio es un contrato adelantado que se negocia en bolsa.En vez de negociarlo por teléfono entre las partes, se comercia en el piso de remates de una bolsa, en forma semejante a las acciones en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores." ²

Como tal, el contrato de futuros es uno de los instrumentos financieros más revolucionarios, versátiles y de mayor aceptación de nuestro siglo.

No obstante, el uso de este instrumento, tanto para la especulación como para la cobertura dentro de las empresas mexicanas, no ha tenido el auge dentro del sistema financiero y empresarial de México.

El desarrollo de ésta figura toma importancia relevante para los sectores agrícolas, exportadores, importadores y en general toda aquella empresa que incurra en riesgos cambiarios o de precio en productos estandarizados (COMODITIES) , pero además existen diferentes variantes de futuros con los cuáles se puede realizar la cobertura de tasas de interés, metales, índices bursátiles o económicos.

Ya que los futuros se negocian en bolsa, con frecuencia parecen sumamente complejos. Sin embargo, sus rasgos peculiares tienen su razón de ser:

Promover la bursatilidad y la participación de diferentes integrantes del mercado en los sistemas financieros internacionales, así como estabilizar el comportamiento de los precios de los futuros con respecto del precio de contado.

² Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed.Milenio, 2da Reimpresión, 1993,pp.281

3.5 PRINCIPALES PRODUCTOS SOBRE LOS QUE SE EMITEN CONTRATOS DE FUTUROS

GRANOS Y OLEAGINOSAS

| | | | |
|---------------|----------------|--------|-------|
| Maiz | Aceite de Soya | Canela | Avena |
| Trigo | Arroz | Soya | |
| Cebada | Sorgo | | |
| Pasta de Soya | Linaza | | |

MADERA

GANADO Y CARNE

Ganado de Engorda

Ganado Vacuno

Puercos Vivos

Tocino

Pollo

METALES

Cobre

Oro

Platino

Plomo

Aluminio

Niquel

Zinc

ENERGETICOS

Crudo Ligero
Combustible
Gasolina sin Plomo
Gas Natural
Crudo Brent
Gasóleo
Propano

ALIMENTOS Y FIBRAS

Cacao
Café
Azúcar Mundial
Azúcar Doméstica
Algodón
Jugo de Naranja Congelado

3.6 PRINCIPALES PRODUCTOS FINANCIEROS QUE SE NEGOCIAN A TRAVES DE FUTUROS

DIVISAS

Yen Japonés
Marco Alemán
Dólar Canadiense
Libra Esterlina
Franco Suizo
Dólar Australiano
Indice del Dólar Norteamericano

INDICES BURSATILES

Indice Standard and Poors 500
Indice Nikkei
Indice Major Market

TASAS DE INTERES

Bonos de la Tesorería de EUA
Bonos del Gobierno Alemán
Notas de la Tesorería
Depósitos en Eurodólares

3.7 PRINCIPALES BOLSAS DE FUTUROS DEL MUNDO

| | |
|-------|--|
| CBOT | CHICAGO BOARD OF TRADE |
| CME | CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE |
| COMEX | COMMODITY EXCHANGE N.Y. |
| CRCE | CHICAGO RICE AND COTTON EXCHANGE |
| CTN | N.Y. COTTON EXCHANGE |
| CSCE | COFFE, SUGAR AND COCOA EXCHANGE N.Y. |
| IPE | INTERNATIONAL PETROLEUM EXCHANGE OF LONDON |
| KC | KANSAS CITY BOARD OF TRADE |
| LME | LONDON METALS EXCHANGE |
| IMM | INTERNATIONAL MONETARY MARKET OF THE CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE |
| FINEX | FINANCIAL INSTRUMENT EXCHANGE N.Y. |
| LIFFE | LONDON INTERNATIONAL FINANCIAL EXCHANGE |
| NYFE | N.Y. FUTURES EXCHANGE |

3.8 DEFINICION DE CONTRATO DE FUTUROS

" Es un acuerdo entre un comprador y un vendedor para conducir una transacción por una cantidad fija de un producto específico a un precio establecido, para entrega en una fecha futura predeterminada ".³

3.8.1 CARACTERISTICAS PRINCIPALES

- Acuerdo de ejecutar el futuro
- Ningún intercambio de dinero o productos tiene lugar hasta la entrega o vencimiento
- Se establecen depósitos (MARGENES) como garantía
- Todos los términos de negociación están estandarizados.

El futuro es básicamente un contrato adelantado negociado en bolsa, lo cuál le provee mayores ventajas tales como:

- Mercados Líquidos Centralizados
- Negociación de contratos de la misma especie
- Eliminar el riesgo contraparte con la figura de la Cámara de Compensación
- Posibilidad de cubrir posiciones y realizar ganancias antes del vencimiento.

³ Labuszewski, John; Nyhoff John, "Trading Financial Futures, Markets, Methods, Strategies and Tactics". Ed. John Wiley & Sons, Inc. 1992 pp.24

3.9 DIFERENCIAS ENTRE CONTRATOS FORWARDS Y FUTUROS

| | FORWARDS | FUTUROS |
|------------------------------|--|--|
| NATURALEZA DE LA TRANSACCION | Comprador y Vendedor están obligados a comprar o vender una cantidad dada de un producto a un precio establecido a una fecha futura. | Comprador y Vendedor están obligados a comprar o vender una cantidad dada de un producto a un precio establecido a una fecha futura. |
| TAMAÑO DE CONTRATO | Es Negociable | Estandarizado |
| FECHA DE ENTREGA | Es Negociable | Estandarizado |
| METODO DE TRANSACCION | Determinados por comprador y vendedor | Determinados por el mercado en una bolsa especializada a través del sistema de viva voz. |
| DEPOSITO DEL VALOR | Depende de la relación de crédito | Depósitos en la cámara de compensación (MARGENES), los cuáles se modifican día a día con las variaciones en los precios de los contratos de futuros. |
| FRECUENCIA DE ENTREGA | Muy Alta | Muy Baja |
| REGULACION | Leyes de Comercio, estatales y federales. | Comisión de Futuros, Asociación de Futuros y Autoregulación |
| EMISOR Y GARANTIAS | Ninguno | Cámara de Compensación |

Fuente: Chicago Board of Trade, Futures Market, Chicago Illinois, 1995.

3.10 COMPONENTES BASICOS DE LOS FUTUROS

Los componentes básicos de los futuros son los siguientes:

-ESTANDARIZACION

-CAMARA DE COMPENSACION

-MARGENES⁴

3.10.1 ESTANDARIZACION

-En los contratos Forward, las partes establecen la calidad y cantidad de producto, el plazo, lugar de entrega y la forma de liquidación, además de que ambos comparten el riesgo crédito de la operación y, por lo regular, se establecen depósitos de acuerdo a la calidad crediticia de las partes o se establecen líneas de crédito.

-En el contrato de Futuros esto queda atrás ya que todos los puntos son estandarizados y no negociables, así que lo único que puede variar es el precio.

3.10.2 CAMARA DE COMPENSACION

-Es una entidad legalmente independiente, pero sus accionistas son las empresas afiliadas y que realizan las operaciones de compra-venta de futuros.⁵

-Realiza las funciones de compensaciones, liquidaciones y manejo de Márgenes, por lo cual rompe el vínculo entre compradores y vendedores.

Es decir, actúa como comprador de todo vendedor y como vendedor de todo comprador.

Este hecho brinda enorme liquidez y por lo tanto enorme bursatilidad al negociar con futuros, además de que se elimina el riesgo crediticio de la contraparte.

Asimismo, la cámara de compensación permite el neteo de posiciones realizando las operaciones contrarias, a fin de poder realizar ganancias antes del vencimiento.

⁴ Powers, Mark, "Inside the Financial Futures Markets, Ed. John Wiley & Sons, Nueva York, 1995. pp.45

⁵ Powers Mark, Op. Cit. pp 54

3.10.3 MARGEN

Es la característica más importante de los futuros. Son fondos que se depositan en la cámara de compensación y que permiten a ésta asumir el riesgo de incumplimiento de los contratos.

"Es una parte fraccionaria del precio equivalente del contrato en el mercado de contado, lo que convierte a los contratos de Futuros en un atractivo instrumento para la especulación ya que no existe ninguna transferencia de dinero, sino hasta el vencimiento, brindando un enorme apalancamiento."⁶

El Márgen es un depósito de buena fe que los participantes de los mercados de futuros deben realizar para el buen desarrollo de éstos, además de que ayuda a la cámara de compensación a hacer frente a posibles incumplimientos.

El establecimiento de márgenes contempla las siguientes características:

- Establece un Márgen mínimo a sus socios a mantener , tanto por operaciones de cuenta propia como por cuenta de terceros.

-Los corredores y casas de bolsa, establecen márgenes para sus clientes.

-El Márgen que los corredores y casas de bolsa soliciten puede variar dependiendo del cliente y de la volatilidad de los precios, pero el Márgen siempre será el mismo para el tipo de bien del que se trate y los miembros de la cámara deberán mantener ese Márgen, ya sea con efectivo o con valores recibidos a descuento.

3.10.4 TIPOS DE MARGENES

Existen dos tipos de márgenes:

- 1) Márgen Inicial
- 2) Márgen de Mantemiento o Variación

MARGEN INICIAL

Es aquel depósito que se realiza después de abrir una posición, no importando si es de venta (POSICION CORTA) o de compra (POSICION LARGA).

⁶ Powers Mark, Op. Cit. pp 60

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

MARGEN DE MANTENIMIENTO O VARIACION

Todo futuro se revaloriza día a día, siguiendo el concepto de "Mark to Market", así que las operaciones que se realicen en el día afectan el precio de cierre de los contratos.

De esa forma se tienen que asumir las pérdidas y ganancias y con base en esa variación es que el Márgen se va incrementando (ganancia) o disminuyendo (pérdida), al final de la compensación.

En función del resultado obtenido la cámara solicitará que se restituya al nivel requerido del Márgen, realizando depósitos.

A ésta actividad se le conoce como "LLAMADA DE MARGIN" (MARGIN CALL).

3.11 TECNOLOGIA

Es necesario que, para un buen desarrollo de los mercados de futuros, se cuente con bases sólidas en lo que respecta a la tecnología.

Que vaya acorde a las necesidades propias de operación, ya que de las terminales es de donde se parte para poder desarrollar una estrategia óptima, tanto para las posiciones como para los Márgenes.

En este punto es donde entra la figura del operador " BACK OFFICE " cuyas principales funciones son:

TESORERIA

CONTABILIDAD

LIQUIDACION

DOCUMENTACION

COMPRAS Y VENTAS

ADMINISTRACION DE ORDENES

3.12 ANTECEDENTES DE LOS FORWARDS Y LOS FUTUROS

"Los forwards son contratos por medio de los cuáles se establece un acuerdo para comprar o vender activos que pueden ser de diferentes tipos tales como commodities o activos financieros, en una fecha futura determinada y a un precio también determinado."⁷

Los contratos forward relevantes para esta investigación son aquellos cuyo activo subyacente son las tasas de interés, conocidos como " FRAS " (FORWARD RATE AGREEMENTS) , los cuáles protegen a los participantes contra movimientos inesperados en las tasas de interés.

Los FRAs generalmente se negocian entre instituciones financieras o bien entre una institución financiera y alguno de sus clientes corporativos, para reducir el riesgo crediticio de los contratos.

Para realizar estos contratos una de las partes tiene que tomar una posición larga - long position-, esto es obligarse a comprar un determinado activo y la otra parte tomará entonces una posición corta -short position - lo que significa obligarse a vender un activo en la fecha y al precio acordados con la contraparte.

Para llevar a cabo el contrato, las partes establecen una tasa de interés de referencia, la tasa de interés pactada y el monto cubierto o principal . Para el caso de México, por ejemplo , las partes podrían tomar como tasa de referencia la de los CETES a 28 días, establecerse en un nivel y por un monto.

Las pérdidas o ganancias en este tipo de contratos estarían dadas por los movimientos futuros en la tasa de referencia hasta el momento del vencimiento del contrato.

Entre los participantes del mercado forward están aquellos que buscan cubrir una posición subyacente en efectivo (por ejemplo una empresa que tiene contratado un pasivo en moneda extranjera en una fecha futura determinada) y quienes sin tener la misma buscan obtener ganancias extraordinarias a partir de las fluctuaciones en los precios de los activos, esto es, especulando.

Hay una razón por la que resulta relativamente fácil participar como especulador en el mercado de forwards, siendo ésta que en el momento de llevar a cabo la contratación del instrumento no se necesita hacer ningún desembolso en efectivo, sino que es hasta la fecha de vencimiento cuando hay que efectuar un flujo monetario.

⁷ Labuszewski, John, Op. Cit. pp 60

Si bien se han mencionado algunas de las ventajas que se pueden encontrar en los forwards, también existen desventajas.

Una de las principales es que la pérdida que se puede llegar a tener es ilimitada al igual que las ganancias mientras que en otros tipos de contrato se cuenta con una ganancia ilimitada pero reduciendo la pérdida al costo del contrato adquirido.

Otra desventaja que se puede encontrar en este tipo de contrato es la falta de liquidez en el mercado, ya que para hacer estas operaciones se tiene que encontrar en el mercado la contraparte de la operación que se quiera realizar, esta falta de liquidez se ha reducido en parte en los FRAs ya que su uso se ha generalizado entre las instituciones financieras de los E.E.U.U.

Además cabe hacer notar que estos contratos son concertados directamente entre instituciones financieras o grandes compañías, por lo que la entrada a este mercado podría ser difícil para las compañías medianas y pequeñas.

Por último, otra desventaja es el posible riesgo de abandono y falta de estandarización en este tipo de contratos ya que no cuentan con un lugar físico donde se realicen las operaciones sino que todas las operaciones se llevan a cabo mediante la confianza y conocimiento de las partes.

Una manera de explicar los futuros es a partir de las diferencias que existen entre éstos y los forwards, ya que al ser tan similares comparten definiciones, existiendo únicamente diferencias en cuanto a la operatividad del contrato, mismas que provocan la existencia de ventajas y desventajas entre los contratos.

El contrato de futuros es un acuerdo entre dos partes para comprar o vender un activo en una fecha futura determinada y a un precio también determinado en subasta pública llevada a cabo a través de intermediarios establecidos, siguiendo lo anterior los contratos de futuros financieros establecen un compromiso para entregar o recibir un instrumento financiero, en monto y calidad determinados, en una fecha futura y a un precio determinado.

Un contrato de futuros de tasas de interés es aquél en el cuál el instrumento financiero subyacente es un título de renta fija, cuyo precio puede llegar a cambiar como resultado de las fluctuaciones en las tasa de interés.

Los futuros, a diferencia de los forwards, se hacen por medio de intermediarios establecidos (Bolsas especializadas) que tienen como principal función la de regular el mercado de manera que todos los contratos se lleven a cabo de acuerdo a lo pactado.

Para lo cuál los intermediarios establecen ciertos requisitos que se deben cumplir para comprar un futuro, tales como el tipo de bien, características físicas , volumen del contrato, fecha de entrega y otras especificaciones.

También existe la figura de la cámara de compensación (CLEARING HOUSE), la cuál tiene la función de garantizar el buen término de los contratos ya que las partes contratantes, al no conocerse, necesitan un medio que les permita realizar la operación de una manera segura.

En un futuro no se especifica una fecha determinada de entrega mientras que en los forwards la liquidación se tiene que hacer exactamente en la fecha de vencimiento.

Los contratos de futuros se asocian a un mes de entrega y el intermediario fija el período durante el cuál se tiene que hacer la entrega.

Para algunos bienes este tiempo de entrega puede ser todo el mes de referencia, siendo la parte que tiene una posición corta la que determina la fecha exacta de entrega.

La cámara de compensación fija la cantidad de activo que tiene que ser entregada por cada contrato, las cuotas por el precio del futuro y los límites diarios de variación del precio del activo.

Cuando se trata de materias primas el intermediario también especifica la calidad del producto y el lugar en el que la entrega se tiene que hacer.

A diferencia de los forwards, en el mercado de futuros, la cámara de compensación requerirá que todos los participantes depositen una determinada cantidad de dinero en una cuenta llamada de margen - MARGIN ACCOUNT - para garantizar la solvencia del inversionista.

El depósito inicial que se tiene que hacer al momento de comprar el futuro es el margen inicial, el cuál puede variar dependiendo del tipo de activo contratado, siendo este depósito generalmente de entre el 5% y el 10% del valor del contrato.

Cada día que pasa habrá modificaciones en el margen del inversionista, las cuáles reflejarán la pérdida o ganancia que haya tenido en la sesión inmediata anterior, el movimiento en la cuenta de margen dependerá del comportamiento del precio del activo subyacente.

3.13 DESARROLLO DEL MERCADO DE FUTUROS EN MEXICO

Aunque la creación del mercado de futuros y opciones es ya una realidad, su puesta en marcha había sido suspendida y aplazada varias veces durante los últimos trece años.

Factores como la baja operatividad del mercado, consideraciones fiscales y el escaso desarrollo del esquema propiciaron que un incipiente mercado spot y a futuro sobre el dólar fuera suspendido a mediados de los setenta y que en junio de 1987 se suspendieran las operaciones a futuro sobre acciones y petrobonos.

Sin embargo, las autoridades de la Bolsa Mexicana de Valores reconsideraron la necesidad de estos mercados y el 6 de abril de 1995 reinició sus operaciones el mercado spot de divisas así como el mercado de productos derivados.

Ambas iniciativas, explicó Bernardo González Aréchiga, Director General adjunto de planeación de la Bolsa Mexicana de Valores, se inscriben dentro del propósito de diversificar operaciones del mercado y preservar su integridad a través de la adopción de nuevos productos, servicios, estándares operativos y sistemas.⁸

Para el inicio de los mercados de opciones y futuros, la International Finance Corporation (IFC) establece una serie de requisitos que han sido cubiertos por el mercado de valores mexicano.

Entre estos requisitos destaca una tasa de rotación del 25 por ciento o más en los tres años anteriores al establecimiento del mercado de opciones y futuros, un grado de capitalización del mercado mayor a 20 mil millones de dólares y, por último una tasa de capitalización del mercado en relación al PIB creciente en los últimos tres años.

En el caso de México, el valor de capitalización del mercado es cuatro veces superior al mínimo y su participación en el PIB pasó de 10 por ciento en 1987 a 56 por ciento en 1993, mientras que la tasa de rotación es de 58.8 por ciento.

⁸ González Aréchiga Bernardo, Bolsa Mexicana de Valores, Boletín Informativo, 1995.

3.14 LAS TRES ETAPAS DEL MERCADO DE FUTUROS

En la primera, se contempla la operación de futuros sobre el dólar de Estados Unidos utilizando la infraestructura existente en el piso de remates del Mercado de Títulos de Deuda de la Bolsa Mexicana de Valores.

Este contrato se negociará físicamente junto con el mercado spot del tipo de cambio y su liquidación estará a cargo de la Cámara Mexicana de Compensación y Liquidación, que actuará como contraparte de todas las transacciones y como entidad liquidadora y compensadora.

En una segunda etapa, se agregó el contrato a futuro sobre el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa. El contrato operaría en el piso del mercado de capitales, en la sección en la que actualmente se negocian los títulos opcionales WARRANTS.

Finalmente, en la última etapa se inició la negociación de opciones sobre acciones individuales e índices accionarios así como futuros sobre tasas de interés.

3.15 OPERACION DE FUTUROS SOBRE EL TIPO DE CAMBIO

La Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles propuso la siguiente estructura para la operación del mercado de futuros sobre el dólar de los Estados Unidos:

- Valor del contrato : 20 mil dólares.
- Liquidación en especie, que implica la entrega física de dólares estadounidenses al vencimiento.
- Puja de 0.0005 nuevos pesos por dólar y puja por contrato de N\$10.00
- Meses de vencimiento de los contratos: marzo, junio, septiembre y diciembre.
- Días de vencimiento: cuarto miércoles del mes correspondiente y el último día de negociación será el lunes inmediato anterior al de su fecha de vencimiento.
- Horario de operación de 7:30 a 13:30.
- Liquidación de márgenes: 24 horas.
- Precio de liquidación: precio ponderado de los últimos cinco minutos de operación.⁹

Se resaltó que el contrato del mercado mexicano difiere del contrato que ofrece el Chicago Mercantile Exchange en algunos aspectos básicos, ya que se busca atender las necesidades de participantes menores a los que típicamente operan en los mercados estadounidenses.

⁹ Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, Boletín Informativo, 1995.

Para reducir los posibles efectos del mercado del dólar a futuro sobre los mercados spot se establecerán límites a las posiciones netas de los intermediarios y sus clientes.

Entre dichos límites destacan los siguientes:

- Las posiciones netas en todos los vencimientos no deberán exceder de mil contratos cortos o largos.
- El límite será de 800 contratos para cuentas de participantes no financieros
- Cuando la posición neta rebase el 80 por ciento del límite de mil contratos se deberá revelar , para efectos de supervisión, los lineamientos de control de riesgos y las estrategias de cobertura.
- Tres semanas antes del vencimiento de un contrato, el límite para el contrato más inmediato será de 500 contratos.
- Una semana antes del vencimiento, el límite será de 350 contratos.

Respecto a los márgenes para posiciones combinadas de compra y de venta para distintas fechas de vencimiento (spreads) estarán sujetos a un margen de \$ 5,000.00 por contrato, es decir, N\$ 10,000.00 por la posición.

La operación de los futuros sobre el dólar se llevará a cabo, inicialmente a viva voz, en un corro independiente en el piso de remates del Mercado de Dinero.

3.16 FUTUROS DEL PESO EN CHICAGO

A partir de 1995, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en conjunción con el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y la Bolsa Mexicana de Valores, tomó la decisión de cotizar los contratos de futuros del peso mexicano en el Chicago Mercantile Exchange después de muchos meses de deliberación.

En la Chicago Mercantile Exchange, el futuro sobre el Peso mexicano empezó a cotizarse en 1995, sin embargo hasta la fecha no ha tenido el despegue que se esperaba, debido a varios factores como la inestabilidad económico-política del país, la debilidad de nuestra moneda frente al dólar y a la falta de operatividad aunada a la enorme incertidumbre que existe sobre la economía mexicana.

La forma de Operación se basa principalmente en dos puntos claves:

- 1) Las pérdidas y ganancias marcadas día con día.
- 2) Las liquidaciones de Márgen por posiciones abiertas.

3.16.1 OPERATIVIDAD

Principalmente se deben tener en mente cuatro conceptos básicos:

- 1) El "Tick" o Puja siempre será de \$0.000025 dólares.
- 2) El valor de cada "Tick" será de USD \$12.50
- 3) El contrato de futuros será por \$500,000.00 M.N.
- 4) El Márgen por cada contrato de futuros abiertos será de USD \$5,000.00 ¹⁰

¹⁰ Parnell William, "Operación del Mercado de Futuros", Material del curso impartido en el Centro Educativo del Mercado de Valores para las Casas de Bolsa, 1996, México, Bolsa Mexicana de Valores, pp 2

3.16.2 FORMA DE LEER LAS COTIZACIONES

-Los precios que se cotizan en Chicago llevan la relación Dólar por Peso. Por eso la forma en que se encuentran los precios en el periódico parece muy confuso, pero no es así.

-Por la paridad histórica que nuestra moneda tiene con respecto al dólar, siempre representa una fracción de la divisa norteamericana, por lo que siempre se encuentran de esta forma:

$$0.1250$$

-Sólo se necesita calcular el inverso de este precio para poder obtener el tipo de cambio del contrato de futuros. Es decir, sólo se deberá dividir la unidad entre el tipo de cambio del contrato.

$$1/0.1250 = 8.00$$

-El cuál nos da un tipo de cambio de \$8.00 pesos por dólar, que es al que se establecerá el contrato.

3.16.3 CALCULO DE VARIACION DEL PRECIO

Para conocer la variación en el precio, se toma el precio de cierre del día anterior y se calcula el movimiento que presentó con respecto al precio de cierre del día de hoy.

Al ser precios que representan fracciones de unidades, el movimiento siempre será en el segundo o tercer decimal.

La variación puede ser provocada por muchos aspectos, tales como un deslizamiento en la moneda, por deterioro en el ambiente político o social que lleve a disminuir el nivel de confianza.

El movimiento en los precios es representado de la siguiente forma:

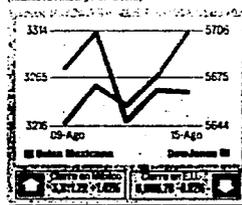
Ayer cerró a 0.1225

Hoy cerró a 0.1230

La variación en precio es de 0.0005

EN SÍNTESIS

Bolsa (Indice en Mexico y Nueva York)



Dólar (Precio en pesos)

| Tipo | Último | Anterior |
|----------------------|----------|----------|
| Casa de Cambio | \$7.5700 | \$7.5700 |
| Interbancario 48 hs. | 7.5025 | 7.5000 |
| Cobertura 30 días | 0.1450 | 0.1400 |

El Peso en Chicago

| Futuro al mes de: | Dic./3 | 3/Dic. |
|-------------------|--------|--------|
| Septiembre '96 | 0.1302 | 7.6511 |
| Diciembre '96 | 0.1228 | 8.1433 |
| Marzo '97 | 0.1158 | 8.8356 |

- ORO (Centenario) \$3,575.00 (+25.00)
- PLATA (Onza Troy) \$45.00 (s.c.)

Mercados de Dinero

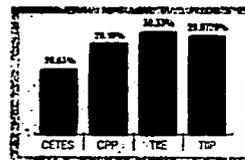
| | Cétes | Papel Bancario |
|--------|--------|----------------|
| Máximo | 26.40% | 28.05% |
| Mínimo | 25.51% | 27.50% |
| Cierre | 26.00% | 27.65% |

UDI

| | Valor |
|----------------------|----------|
| 16 de agosto de 1996 | 1.595837 |

Tasas de Interés

(Tasa anual en porcentaje)



Bolsas de Valores en el Mundo

| País | Índice | Ant. | Dif. | Puntos | Var. (%) |
|------------|-----------|-----------|-----------|--------|----------|
| EU | Dow Jones | 5,655.88 | 5,655.78 | -0.10 | -0.02 |
| Japón | Nikkei | 20,981.11 | 20,958.25 | -22.85 | -0.06 |
| Alemania | Dax | 2,538.68 | 2,546.33 | 7.65 | 0.31 |
| Inglaterra | FTSE | 3,820.20 | 3,837.40 | 17.10 | 0.45 |

Inflación

| País | Mes | Acumulada | Últimos 12 meses |
|--------------|------|-----------|------------------|
| México (Jun) | 1.8% | 15.3% | 31.8% |
| EU (Jun.) | 0.1% | n.d. | 2.8% |
| Canadá (Ago) | 0.1% | 2.7% | 2.3% |

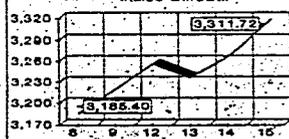
Indicadores Financieros

Indicadores el 15 agosto 96

Indicadores de la Bolsa Mexicana de Valores

| | Último | Puntos | Var. (%) |
|-----------------------|----------|-----------|----------|
| IPC BMV | 3,311.72 | 46.51 | 1.42 |
| INMEX 20 | 225.73 | 3.03 | 1.36 |
| IGR 25 | 3,741.05 | | |
| VOLUMEN OPERADO (000) | | 98,369 | |
| IMPORTE TOTAL (000) | | 1,241,323 | |

Índice Bursátil



OPERADAS ALZA BAJA SIN CAMBIO

| | | | |
|-----|----|----|----|
| 100 | 68 | 16 | 16 |
|-----|----|----|----|

Indicadores Sectoriales

| | Índice | Puntos | Var. (%) |
|----------------|----------|--------|----------|
| Extractiva | 6,719.69 | 156.01 | 3.01 |
| Transformación | 2,208.25 | 35.84 | 1.65 |
| Construcción | 7,519.41 | 114.54 | 1.53 |
| Comercio | 6,179.32 | 81.92 | 1.45 |
| Gas y Transp | 8,163.15 | 36.25 | 0.45 |
| Servicios | 257.68 | 4.76 | 1.35 |
| Varios | 2,727.63 | 46.25 | -1.73 |

Unidades de Inversión

| | Fecha | Valor |
|---------|-----------|----------|
| UDI | 16 Agosto | 1.595837 |
| CPP Uds | | 8.11 |

Mercado Secundario de Dinero

| Mismo día | Mín. | Máx. | Últ. | Cambio |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| CETES | 27.50 | 28.00 | 27.50 | 0.20 |
| PAPEL BANCARIO | 27.50 | 28.10 | 27.50 | 0.10 |
| 76 HORAS | 26.50 | 26.80 | 26.50 | 0.00 |
| CETES | 27.50 | 28.10 | 27.50 | 0.00 |
| PAPEL BANCARIO | 27.50 | 28.10 | 27.50 | 0.00 |

Acciones con mayor pérdida

| Acción | Cierre | Puntos | Var. (%) |
|-------------|--------|--------|----------|
| CFINVER ACZ | 1.00 | -0.15 | -13.04 |
| SIDEK B | 1.35 | -0.10 | -6.90 |
| CFINVER BCF | 1.07 | -0.06 | -5.51 |
| SITUA R | 0.88 | 0.04 | 4.25 |
| CFINVER ICP | 0.80 | -0.04 | -4.76 |

Acciones con mayor ganancia

| Acción | Cierre | Puntos | Var. (%) |
|-----------|--------|--------|----------|
| GIDUSA A | 42.80 | 3.00 | 7.54 |
| TMM A | 49.00 | 2.60 | 5.60 |
| GISA | 33.95 | 1.15 | 5.04 |
| CYDSASA A | 17.64 | 0.84 | 5.00 |
| PONDER A | 2.09 | 0.14 | 4.51 |

Tipos de cambio

| Peso | Anterior | Precio de venta | Precio de compra | Precio de venta |
|------------------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| Libra británica | 7.5700 | 7.5700 | 7.5700 | 7.5700 |
| Interbancario Efectivo | 7.4825 | 7.4850 | 7.4910 | 7.4910 |
| Interbancario 24 Hrs | 7.4950 | 7.4850 | 7.4910 | 7.4910 |
| Interbancario 48 Hrs | 7.5000 | 7.4930 | 7.5010 | 7.5010 |
| Dólar Ftz | Anterior: 7.4850 | Último: 7.5077 | Cambio: 0.0229 | |

Divisas por dólar

| | Compra | Venta |
|------------------|-----------|-----------|
| Dólar Canadiense | 1.37400 | 1.37450 |
| Yen Japonés | 107.78000 | 107.83000 |
| Marco Alemán | 1.48500 | 1.48550 |
| Libra Esterlina | 1.55100 | 1.55170 |
| Franco Francés | 5.07600 | 5.07900 |
| Franco Suizo | 1.20300 | 1.20400 |
| Peseta Española | 125.6800 | 125.7700 |
| Lira Italiana | 1514.0000 | 1516.0000 |

Tasas de interés internacionales

| | Anterior | Último |
|--------------------|----------|--------|
| PRIME RATE | 8.50 | 8.25 |
| TASA DE DESCUENTO | 5.25 | 5.00 |
| TASA LIDOR 1 MES | 5.42 | 5.43 |
| TASA LIDOR 3 MESES | 5.55 | 5.53 |

Cotización de metales

| Peso | Anterior | Precio de venta | Precio de compra | Precio de venta |
|---------------------|----------|-----------------|------------------|-----------------|
| Centenario | 3,700.00 | 3,410.00 | 3,550.00 | 3,550.00 |
| Onza Troy Plata | 45.00 | 43.00 | 45.00 | 45.00 |
| Ozco Oro | 2,084.00 | 2,000.00 | 2,100.00 | 2,100.00 |
| Plata Añeado 99.97% | \$36.48 | | \$41.58 | |
| Zinc SIG/PW | 1,142.55 | | 1,134.15 | |

Tasas de interés (México)

(Tasa anual en porcentaje)

| | Tendencia | Anterior | Último |
|----------------|-----------|----------|---------|
| T.I.E.P. | ● | 29.8615 | 29.8729 |
| T.I.E.E. | ● | 30.0100 | 30.3300 |
| C.C.P. | ● | 27.56 | 28.00 |
| C.C.P. Delmas | ● | 7.70 | 7.70 |
| C.P.P. | ● | 27.50 | 27.50 |
| Tasa Naftin | ● | 28.63 | 30.38 |
| Cétes 28 Días | ● | 26.00 | 26.60 |
| Cétes 91 Días | ● | 29.00 | 29.40 |
| Cétes 182 Días | ● | 31.14 | 31.64 |
| Cétes 350 Días | ● | 32.25 | 32.70 |

Fuente: Banamex, Bolsa Mexicana de Valores y Reuters. En Estados Unidos: The Wall Street Journal, 17 de agosto de 1996.

PERDIDA O GANANCIA

Como ya se explicó anteriormente se encuentra en una posición "larga" cuando una persona compra futuros y en "corto" cuando vende futuros.¹¹

Es por eso que para una variación de un contrato que cerró a 0.1225 el día de ayer y hoy cierra a 0.1230, la parte que está "LARGA" obtiene una ganancia de 0.0005 y la parte que está "CORTA" tiene una pérdida de 0.0005.

Esto es debido a que aquellas personas que están "LARGAS", compraron contratos de futuros a un precio menor al que el día de hoy cerró.

Mientras que personas que están "CORTAS", es decir, vendieron contratos, los vendieron por debajo del precio al que cerró hoy.

CALCULO DE PERDIDAS Y GANANCIAS

Se parte del cálculo de la variación que se presentó de un día a otro. En el ejemplo anterior la variación fue de 0.0005; ahora toda variación se tendrá que llevar en términos de "TICKS". ya sabemos que el TICK representa 0.000025 de dólar.

Para saber el número de TICKS que el precio cambió, se dividirá la variación entre el TICK, dándonos el número de TICKS o PUJAS que el precio cambió con respecto a la sesión anterior.

$$0.0005/0.000025= 20 \text{ TICKS}$$

Una persona que está LARGA tiene una ganancia de 20 TICKS, mientras que por el otro lado, la persona que está CORTA tiene una pérdida de 20 TICKS.

PERDIDAS Y GANANCIAS EN DOLARES

Después de saber el número de TICKS que varió el precio, se puede calcular la ganancia o pérdida en dólares por cada contrato de Futuros sobre el peso.

Se toma el número de TICKS que el precio varió en la sesión y se multiplica por el valor de cada uno de los TICKS.

Como ya se mencionó el valor de cada TICK es de USD 12.50

$$20 * 12.50 = \text{USD } 250$$

Las personas que estén LARGAS ganaron 250 dólares y las personas que estén CORTAS perdieron 250.00.

Así se mantiene el equilibrio en los precios y no se afecta a la cámara de compensación.

¹¹ Parnell William, Op.Cit. pp 6

CALCULO DE MARGENES

Después de haber calculado la variación en el precio, se puede calcular la variación en el MARGEN que se tiene depositado en la cámara de compensación.

Todos los días se calcula el nivel de Márgen que se tiene que mantener, por variaciones en el precio y después por cambios en la posición.

Sigamos con el ejemplo anterior. Como ya sabemos, el Márgen por contratos de futuros sobre el peso es de USD 5,000.00, no importando la posición.

Si se tiene un sólo contrato abierto, el Márgen será de 5,000 y así sucesivamente para cada contrato que se vaya abriendo.

Las pérdidas y ganancias, así como los Márgenes, están dados por las posiciones que se tengan.

Para la posición "CORTA" (en éste caso) es una pérdida, lo cuál disminuye la cantidad depositada como Márgen por lo que se realizará una "LLAMADA DE MARGEN" (MARGIN CALL) para reconstituirlo al nivel requerido.

En lo que respecta a la posición "larga", ésta tiene una ganancia si la variación en el precio es de 0.0005, la cuál representa 20 TICKS y eso equivale a USD 250. Si se tiene un sólo contrato abierto representará una ganancia de esa cantidad.

EJEMPLO

Si una empresa que necesita cubrir una deuda en tres meses por 200,000 dólares piensa que está expuesta a un enorme riesgo cambiario.

Qué debe hacer si el contrato de futuros está en USD 0.1225, cuántos contratos deberá adquirir y a cuánto asciende el monto del Márgen a cubrir?

Como ya se dijo, en el futuro se tienen que vender pesos y comprar dólares.

De ésta forma la estrategia que se deberá seguir es vender futuros sobre el Peso.

Primero se tiene que convertir el tipo de cambio a pesos por dólar, que simplemente es el inverso de 0.1225, lo cuál equivale a \$8.1236 por dólar.

Si se sabe que el compromiso es por USD \$200,000.000 esto se multiplica por el tipo de cambio del contrato de futuros, lo que representa \$1,632,653.00 lo cuál es la cantidad que está en riesgo.

Si se quiere saber cuántos contratos se deben adquirir para poder cubrir la deuda, se divide el monto en pesos que se desea cubrir entre el monto estandarizado del contrato, el cuál es de 500,000 que nos arroja un resultado de 3.26 contratos.

-El número de contratos que se adquirirán depende de la persona que administra el riesgo en la empresa.

Si se maneja de manera conservadora podría comprar 4 contratos para cubrir el monto total de la deuda, o 3 si es un poco más agresivo y no desea establecer un nivel de Márgen muy grande o piensa que la fluctuación a la que está expuesto puede ser cubierta por el Márgen que al vencimiento se recibirá por parte de la cámara de compensación.

La cantidad de Márgen que se deberá depositar en la cámara de compensación será el número de contratos que se abrirán para cubrirse del riesgo por el Márgen mínimo, el cuál es de USD \$5,000.00 , que nos da un total de USD \$20,000.00 de Márgen por cuatro contratos abiertos.

CAPITULO 4

OPCIONES

4.1 ANTECEDENTES DE LAS OPCIONES

Las opciones surgieron durante finales de los años sesenta como una respuesta al desarrollo espectacular de las acciones cotizadas en bolsa , los mercados financieros internacionales padecían violentas fluctuaciones en tipos de cambio y tasas de interés.

Ante la necesidad de contar con un instrumento tanto para especular como para protegerse de los movimientos tan altos que se tenían surgen las opciones como un modelo de "seguro" para las inversiones.

En 1972 surge el Chicago Board Options Exchange (CBOE) con la cotización de las primeras opciones de compra sobre acciones.

Debido al gran éxito que tuvieron las principales bolsas de valores de los Estados Unidos comenzaron a emitir reglamentación para poder operar este mercado.

En el New York Stock Exchange (La Bolsa de Valores de Nueva York), empiezan las primeras cotizaciones y se comercializan 16 contratos de opciones.

Actualmente en el Chicago Board Options Exchange se realizan 500 mil contratos diarios.

La versatilidad de crear contratos estandarizados, es decir , según las necesidades del cliente para crearle techos, pisos o collares ha llevado a las opciones a ser una de las mejores alternativas tanto de inversión como de administración de riesgo para las empresas y para los grupos financieros.

4.2 DEFINICION

" Son contratos estandarizados mediante los cuáles el comprador de ellos, a cambio del pago de una prima, adquiere el derecho de comprar o de vender un cierto valor subyacente en una fecha futura a un precio determinado conocido como precio de ejercicio."¹

Otra definición según Catherine Mansell es " Una opción es el derecho, más no la obligación, de comprar o vender una cantidad determinada de un bien (una acción, una mercancía básica, divisa, instrumento financiero, etc), a un precio preestablecido (precio de ejercicio) dentro de un período determinado. " ²

¹ Parnell William, "Operacion del Mercado de Opciones", Curso impartido en la Bolsa Mexicana de Valores, Centro Educativo del Mercado de Valores, México, 1996. pp 18.

² Mansell Carsten Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México, Ed.Milenio, 2da Reimpresión, 1993, pp.327

4.3 CARACTERISTICAS PRINCIPALES

A continuación se presentan los términos más usados en los mercados de opciones:

Por los derechos que otorgan las opciones se dividen en:

OPCIONES DE COMPRA (CALLS)

OPCIONES DE VENTA (PUTS)

Ambos pueden usarse como instrumentos de cobertura, de inversión de alto riesgo, o en un punto intermedio.

Según su forma de liquidación se clasifican en:

Opciones en efectivo

El tenedor de la opción recibe del emisor en efectivo el valor intrínseco (precio de mercado del valor de referencia menos precio de ejercicio en el caso de opciones de compra/precio de ejercicio menos precio de mercado en el caso de una opción de venta).

Opciones en especie

El tenedor de la opción compra acciones de referencia a precio de ejercicio en el caso de opciones de compra y vende acciones de referencia a precio de ejercicio en el caso de opciones de venta.

Según el período de ejercicio, se clasifican en:

Estilo americano: Si la opción se puede ejercer cualquier día hábil durante el plazo de vigencia.

Estilo europeo: si la opción sólo se puede ejercer en la fecha de vencimiento.

4.3.1 EMISOR

Es quien se obliga a la liquidación de las opciones en el momento de ser ejercido el derecho por el tenedor. En México pueden ser emisores de títulos opcionales las sociedades anónimas con acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (sobre sus propias acciones), las casas de bolsa y las instituciones de crédito.

El precio de ejercicio es el precio pactado al que se ejerce el derecho que confiere la opción en caso de que sea conveniente. El instrumento sobre el que se fija dicho precio se conoce como valor de referencia o subyacente.

4.3.2.PRIMA

Es el precio que paga el tenedor al emisor por los derechos que confiere la opción.

4.3.3. TENEDOR

Es el titular del derecho consignado en las opciones.

Valor de referencia (instrumento subyacente).

Valor al que las opciones están referidas, pudiendo ser una acción, una canasta de acciones, un índice, el tipo de cambio, etc.

4.3.4. VALOR INTRINSECO

Para una opción de compra: es la diferencia positiva entre el precio de mercado del valor de referencia y el precio de ejercicio.

Para una opción de venta: es la diferencia positiva entre el precio de ejercicio y el precio de mercado del valor de referencia.

Se dice que una opción está en PRECIO (IN THE MONEY) cuando tiene valor intrínseco, es decir, cuando el precio de ejercicio es menor al precio de mercado del valor de referencia en el caso de una opción de compra y cuando el precio de ejercicio es mayor al precio de mercado del valor de referencia en el caso de una opción de venta.

Se dice que una opción está A PRECIO (AT THE MONEY) cuando el precio de ejercicio es igual al precio de mercado del valor de referencia.

Se dice que una opción está FUERA DE PRECIO (OUT OF THE MONEY) cuando el precio de ejercicio es mayor al precio de mercado del valor de referencia en el caso de una opción de compra y cuando el precio de ejercicio es menor al precio de mercado del valor de referencia en el caso de una opción de venta.

Los títulos opcionales que están a precio y fuera de precio, carecen de valor intrínseco.

4.3.5. VALOR TIEMPO O VALOR EXTRINSECO

Dado que las opciones confieren al tenedor un derecho pero ninguna obligación siempre tienen un valor mayor a cero. La diferencia entre el costo total de una opción y el valor intrínseco se conoce como valor tiempo o valor extrínseco.

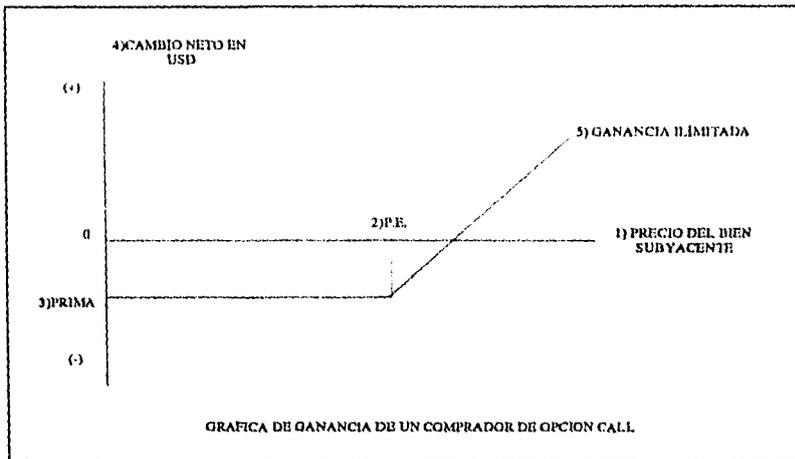
VALOR TIEMPO + VALOR INTRINSECO = VALOR DEL TITULO OPCIONAL

El valor intrínseco siempre es mayor o igual a cero pues representa el derecho que la opción confiere en caso de ser ejercida. El valor tiempo puede ser positivo o negativo pero la suma de estos dos valores, es decir el valor total de la opción, siempre debe ser mayor o igual a cero.

4.4 OPCIONES DE COMPRA

"El tenedor de una opción de compra (CALL) tiene el derecho, pero no la obligación de comprar cierta cantidad de un bien de referencia (subyacente), a un precio fijo (precio de ejercicio), dentro de un plazo de vigencia establecido."³

Las opciones de compra permiten al inversionista beneficiarse de movimientos de precios al alza mientras que al mismo tiempo limitan su pérdida a la prima que pagó si el precio del instrumento primario disminuye.

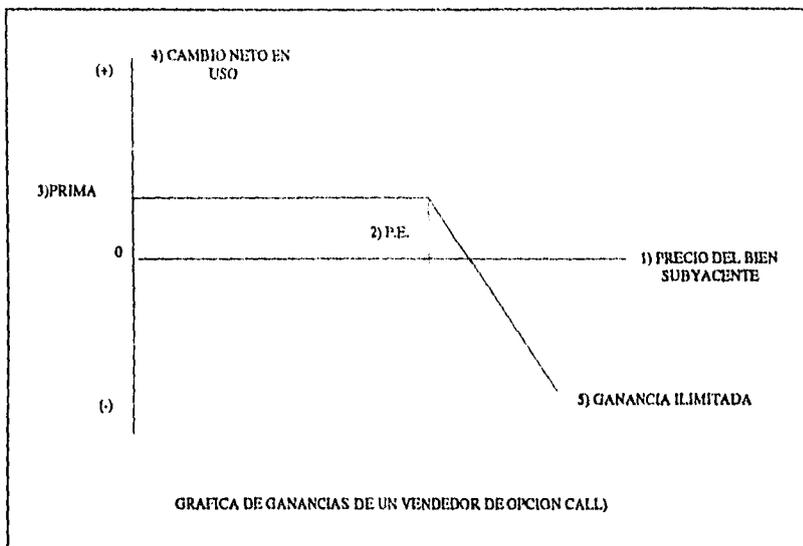


- 1) Precio del Bien Subyacente
- 2) Punto de Equilibrio
- 3) Prima Pagada
- 4) Cambio Neto en USD
- 5) Ganancia Ilimitada

Con esta gráfica podemos explicar muy fácilmente en lo que consiste una opción de compra, tenemos un 1) Precio del Bien Subyacente actual, la 2) Prima Pagada, que es lo máximo que podemos perder en estas operaciones y observamos que mientras el Precio del Bien sea igual a la Prima pagada estamos en el punto de equilibrio, pero si durante el transcurso del plazo de la operación el Precio Sube, todo el monto que suba será 5) ganancia en nuestra operación.

Si por el contrario el precio "al que le apostamos" baja, lo único que perdemos es la prima pagada.

³ "Productos Derivados", Material de apoyo del curso sobre Productos Derivados, Operadora de Bolsa Serfin, México, 1996, pp 2



EJEMPLO:

Compra del título opcional de compra, TMX511A DCO28 emitido por OBSSA, referido a una acción de TELMEX*L con precio de ejercicio de \$8.99 y vigencia de 223 días, pagando una prima de \$3.35. El precio de mercado de TELMEX*L es \$9.72.

| ESCENARIO A | ESCENARIO B |
|--|---|
| TELMEX*L sube a \$15 | TELMEX*L BAJA A \$5 |
| Precio de mercado 15.00 | Precio de ejercicio, \$8.99, por lo que es más conveniente realizar la compra a precio de mercado y no ejercer el derecho de la opción. |
| Precio de ejercicio =8.99 | Solo pierde la prima pagada 3.35 |
| Utilidad Directa (valor intrínseco) 6.01 | Obsérvese que no importa cuánto baje la acción, la pérdida máxima queda limitada a la prima. |
| Costo de Opción (prima) 3.35 | |
| UTILIDAD NETA 2.66 | |

Es importante notar que el ejemplo considera sólo los flujos al vencimiento o ejercicio de los derechos de la opción, sin embargo las opciones pueden comprarse o venderse en el mercado secundario.

Para la correcta comparación del rendimiento de dos estrategias que incluyan instrumentos derivados y/o primarios, es necesario considerar el costo de oportunidad, es decir, los intereses que una inversión del mismo monto puede generar a la tasa de interés libre de riesgo (CETES).

Este punto es importante porque el precio de las opciones de compra es menor al precio del subyacente.

Así la correcta comparación del rendimiento de una acción contra el rendimiento de una opción de compra sobre dicha acción debe considerar el rendimiento extra que podría haberse obtenido al invertir la diferencia entre el costo de la opción y de la acción respectiva.

EJEMPLO

La comparación entre la compra del título opcional de compra TMX511ADCO28 referido a una acción de TELMEX*L con precio de ejercicio \$8.99, vigencia de 223 días y prima de 3.35 y la compra de una acción de TELMEX*L con valor de mercado al inicio de la operación de \$9.72.

En el caso de la opción, la diferencia entre 9.72 y \$3.35, es decir \$5.37, se invierte a la tasa de interés a un año (CETES), que se asume de 32%.

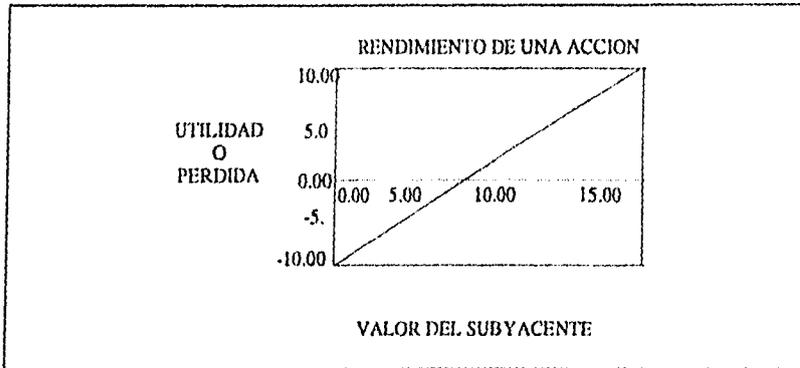
| ESCENARIO A | | ESCENARIO B | |
|-------------------------------------|------------|--|-------|
| TELMEX sube a \$15 | | TELMEX *L baja a \$5 | |
| OPCION | | OPCION | |
| Precio de mercado | 15.00 | El precio de Mercado, \$5, es menor que el precio de ejercicio, \$8.99, por lo que es más conveniente realizar la compra a precio de mercado y no ejercer el derecho de la opción. | |
| Precio de Ejercicio | -8.99 | | |
| Utilidad directa (valor intrínseco) | 6.01 | | |
| Principal+Intereses de | 5.37 | 7.37 | |
| Valor Final | 13.38 | | |
| Rendimiento Comparable | 38% | | |
| ACCION | | Utilidad directa (valor intrínseco) | |
| Precio de Compra | 9.72 | Principal+ Intereses de | 0 |
| Precio de Venta | 15.00 | 7.37 | 5.37 |
| Utilidad Directa | 5.28 | Valor Final | 7.37 |
| Rendimiento | Comparable | Rendimiento comparable | 24% |
| 54% | | ACCION | |
| | | Precio de Compra | 9.72 |
| | | Precio de Venta | 5.00 |
| | | Utilidad Directa | -4.72 |
| | | Rendimiento comparable | -49% |

La manera más sencilla de entender la operación con opciones de compra consiste en , como en los ejemplos anteriores, considerar los rendimientos que éstas generarán a vencimiento. Estos pagos a vencimiento pueden representarse gráficamente, lo que facilita no sólo su entendimiento sino el análisis de estrategias más complicadas.

En la figura 1 se presenta el análisis de rendimientos de una acción que se adquirió a \$9.72. En el eje horizontal se representa el precio al vencimiento del periodo de inversión de dicha acción. En el eje vertical se representa la utilidad/pérdida que se obtendría a cada precio. Así puede verse que si la acción finaliza a \$14.72, la utilidad sería de \$5.

De manera similar si la acción cierra a un precio de \$4.72 la pérdida sería de -\$5. Es claro en el gráfico que el perfil de utilidad es simétrico, es decir, un cambio de \$5 en el precio de la acción representa un cambio en la utilidad e \$5, independientemente del sentido del cambio (pérdida o ganancia).

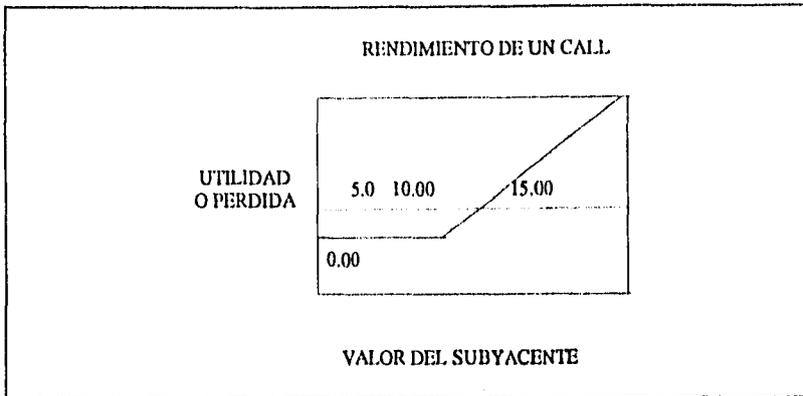
FIGURA 1



Las opciones pueden representarse de manera similar. Supóngase una opción de compra con precio de ejercicio de \$10.99 y prima inicial de \$1.94. El valor intrínseco de una opción de compra es la diferencia positiva entre el precio de ejercicio y el precio de mercado de la acción. Por ejemplo, si la acción sube a \$15.72, el valor intrínseco sería \$4.73 ($15.72 - 10.99$). Gráficamente, el perfil a vencimiento de la opción se vería como en la figura 2.

Si la acción sube a \$15.72 la utilidad sería el valor intrínseco menos la prima pagada, \$2.79. Por el contrario, si la acción baja a \$3.72 no sería conveniente ejercer el derecho de compra. En este caso, el pago de la opción es \$0 menos \$1.94 de la prima pagada. Nótese que el pago de una opción no es simétrico. Un cambio de \$6 al alza generará una utilidad de \$2.79, sin embargo, una disminución de \$6 generará una pérdida de sólo \$1.94.

FIGURA 2



Finalmente se presenta un ejemplo de cómo se puede analizar una estrategia.

Supóngase que un cliente mantiene una posición en una acción de TELMEX*L con un horizonte de inversión de 188 días y desea utilizar los títulos opcionales de compra para realizar una cobertura. El cliente decide vender su acción en dicha empresa y comprar el título opcional de compra TMX510A DC027 con precio de ejercicio \$10.99 y vencimiento 188 días. La acción vale \$9.72, la prima de compra es \$1.94 y la tasa de interés a un año es de 60%.

Después del cruce de las acciones el cliente dispone de \$7.78 para inversión en Cetes y el resto, \$1.94, lo invierte en el título opcional, total \$9.72

| PRECIO | Inversión en Cetes | Intereses Ganados | Utilidad Opción | Valor Portafolio | Rendimiento Anual |
|--------|--------------------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|
| 5.83 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 6.80 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 7.78 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 8.74 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 9.72 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 10.69 | 7.78 | 2.47 | 0 | 10.25 | 10.43% |
| 11.66 | 7.78 | 2.47 | .67 | 10.92 | 23.62% |
| 12.63 | 7.78 | 2.47 | 1.64 | 11.89 | 42.75% |
| 13.61 | 7.78 | 2.47 | 2.62 | 12.87 | 62.05% |

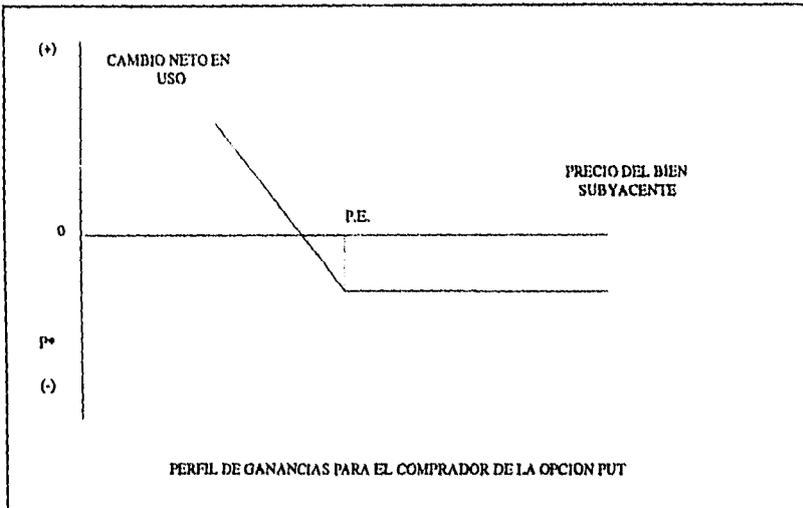
Los análisis aquí presentados asumen que el inversionista tiene una expectativa de movimientos al vencimiento de un período y ésta no cambia con el paso del tiempo. La realidad muestra que al arribo de mayor información el inversionista cambia sus expectativas y cambia sus estrategias.

Las opciones, como la mayoría de los instrumentos financieros, tienen mercado secundario y se pueden comprar o vender en cualquier momento entre su emisión y vencimiento. El valor de las opciones en el mercado secundario depende no sólo del valor intrínseco sino de otras variables que generan un valor extrínseco o valor tiempo. Sobre estas variables y valores se hablará más adelante.

4.5 OPCIONES DE VENTA

El tenedor de una opción de venta (PUT) tiene el derecho pero no la obligación de vender un determinado bien subyacente de referencia (subyacente), a un precio fijo (precio de ejercicio), dentro de un plazo de vigencia establecido.⁴

Las opciones de venta permiten al inversionista beneficiarse de movimientos de precios a la baja mientras que al mismo tiempo limitan su pérdida a la prima que pagó si el precio del instrumento primario aumenta.

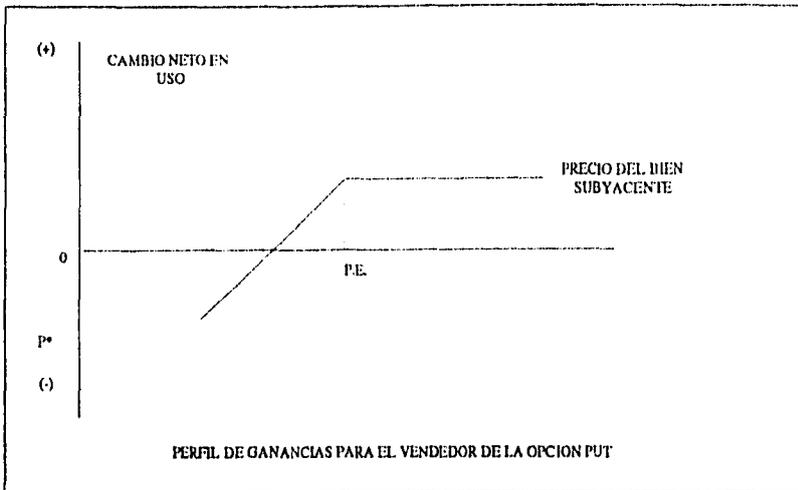


- 1) Precio del Bien Subyacente
- 2) Punto de Equilibrio
- 3) Prima Pagada
- 4) Cambio Neto en USD
- 5) Ganancia Ilimitada

Con esta gráfica podemos explicar muy fácilmente en lo que consiste una opción de venta, tenemos un 1) Precio del Bien Subyacente actual, la 2) Prima Pagada, que es lo máximo que podemos perder en estas operaciones la Prima, y observamos que mientras el Precio del Bien sea igual a la Prima pagada estamos en el punto de equilibrio, pero si durante el transcurso del plazo de la operación el Precio Baja, todo el monto que baje será ganancia en nuestra operación.

⁴ Productos Derivados, Op. Cit. pp 10

Si por el contrario el precio "al que le apostamos" baja, lo único que perdemos es la prima pagada.



EJEMPLO:

Compra del título opcional de venta TMX508ADVO13 referido a una acción de TELMEX*L con precio de ejercicio \$11.00, vigencia de 136 días y prima de \$1.40. El precio de mercado de la acción es \$9.60

| ESCENARIO A | | ESCENARIO B | |
|------------------------------------|-------|--|------|
| TELMEX*L baja a \$7 | | TELMEX*L sube a \$15 | |
| Precio de Mercado | 7.00 | El precio de Mercado \$15, es mayor que el precio de ejercicio, \$11.00, por lo que es más conveniente realizar la venta a precio de mercado y no ejercer el derecho de la opción. | |
| Precio de Ejercicio | 11.00 | | |
| Utilidad Directa(valor intrínseco) | 4.00 | | |
| Costo título opcional (prima) | -1.40 | | |
| Utilidad Neta | 2.60 | Pérdida (prima pagada) | 1.40 |
| | | Obsérvese que no importa cuánto suba la acción, la pérdida máxima queda limitada a la prima. | |

La manera más sencilla de entender la operación con opciones de venta consiste, al igual que en las opciones de compra, en considerar los rendimientos que estos títulos generarán a vencimiento para distintos valores del subyacente.

Estos pagos a vencimiento pueden también representarse gráficamente.

A diferencia de una opción de compra, la comparación más sencilla para el rendimiento de una opción de venta no es con una acción sino con la venta en corto de esta última.

En la figura 2 se presenta el análisis de rendimientos de una acción que se vendió en corto a \$9.60.

En el eje horizontal se representa el precio de la acción al vencimiento del período de inversión.

En el eje vertical se representa la utilidad/pérdida que se obtendría a cada precio.

Así puede verse que si la acción finaliza a \$14.60, la pérdida sería de \$5.00. De manera similar si la acción cierra a un precio de \$4.60 la utilidad sería de \$5.00

El potencial de pérdida/ganancia es simétrico ante movimientos de la misma magnitud a la alza o a la baja. Una baja en el precio de 5 implica una utilidad de 5 y de manera similar un alza de 5 daría una pérdida de 5.

Es importante destacar que la posible ganancia de intereses producto de la venta en corto no está considerada en la gráfica.

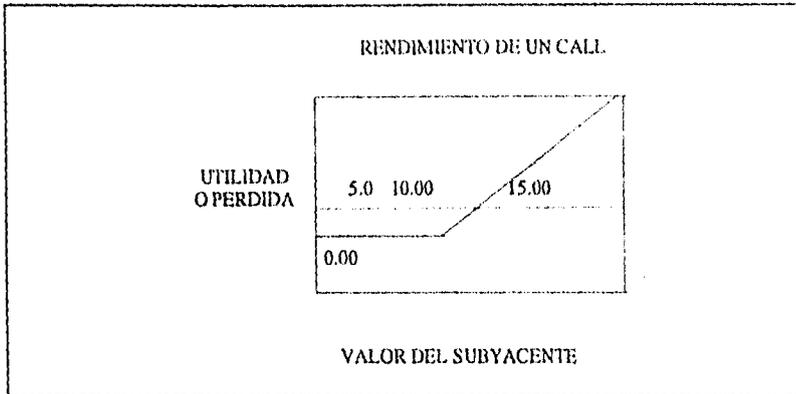
De manera similar consideramos la representación de una opción de venta a vencimiento. La opción se supone con precio de ejercicio de \$11.00 y prima inicial de \$1.40. El valor intrínseco de una opción de venta es la diferencia positiva entre el precio de ejercicio y el precio de la acción. Por ejemplo, si la acción baja a \$8.00, el valor intrínseco sería de \$3.0 ($11.00 - 8.00$).

En la figura 2 se presenta gráficamente el perfil de utilidades de una opción de venta. Así observamos que si la acción baja a \$4.60 la utilidad sería de \$5.00 que es el valor intrínseco (6.40) menos la prima pagada (1.40).

Por el contrario, si la acción sube a \$14.60 no sería conveniente ejercer el derecho de venta. En este caso, el pago de la opción de \$0 (el valor intrínseco) menos \$1.40 (la prima pagada).

Al igual que con una opción de compra, el perfil de riesgo de una opción de venta es asimétrico. Una baja de 5 generaría una utilidad de 5 mientras que una alza de la misma magnitud generaría una pérdida de sólo \$1.40

FIGURA 2



Las opciones de venta pueden usarse como instrumentos de inversión cuando se tienen expectativas a la baja, o bien pueden usarse como seguros contra la baja o para amarrar utilidades después de un alza significativa en algún valor, entre otras estrategias.

Ejemplifiquemos a continuación una estrategia básica de cobertura utilizando una opción de venta:

Supóngase que un cliente mantiene una posición en una acción de Telmex*L con un horizonte de inversión de 136 días y desea limitar la posible pérdida en el caso de que el valor de la acción baje. El cliente decide mantener su posición accionaria pues la considera con expectativas favorables y en adición compra el título opcional de venta TMX508ADVO13 con precio de ejercicio de \$11.00. El valor de mercado de la acción es \$9.60 y la prima de la opción es \$1.40

El cliente tiene un portafolio que vale al principio de la operación \$11.00, que es el precio de la acción más el precio del título opcional. Los escenarios para el final del año se presentan a continuación:

| Precio de la acción | Utilidad de la opción | Valor final del portafolio | Rendimiento neto | Rendimiento anual |
|---------------------|-----------------------|----------------------------|------------------|-------------------|
| 3.84 | 7.16 | 11.0 | 0% | 0% |
| 5.28 | 5.72 | 11.0 | 0% | 0% |
| 6.72 | 4.28 | 11.0 | 0% | 0% |
| 8.16 | 2.84 | 11.0 | 0% | 0% |
| 9.60 | 1.40 | 11.0 | 0% | 0% |
| 11.04 | 0 | 11.0 | 0.36% | 0.98% |
| 12.48 | 0 | 12.48 | 13.45% | 36.11% |
| 13.92 | 0 | 13.92 | 26.55% | 71.24% |
| 15.36 | 0 | 15.36 | 39.64% | 106.38% |

Como puede verse el perfil de riesgo de ésta estrategia es asimétrica: ante bajas de la acción no hay pérdidas y a la vez no se elimina la exposición a la alza sobre dicho instrumento.

Estos análisis sólo son válidos si se asume que el inversionista mantiene las mismas expectativas a través del tiempo, es decir, no cambia sus opiniones después de observar las variaciones del mercado. El efecto de distintas variables sobre el valor en el mercado secundario de una opción de venta y el análisis de estrategias dinámicas usando opciones se presentará más adelante.

4.6 COMO PUEDEN AYUDAR LOS TITULOS OPCIONALES A LAS EMPRESAS

Mucho se ha hablado de las bondades de los títulos opcionales para los inversionistas (combinación de títulos opcionales de compra con renta fija, warrilindros, collars, estrategias de inversión con títulos opcionales de venta, etc), pero poco se ha mencionado acerca de cómo pueden beneficiarse las empresas con estos instrumentos.

Por ejemplo, pensemos en la liquidez de una acción, ya que con esto se puede conseguir tener un precio de mercado más certero; se facilitan las operaciones ligadas a la acción, como por ejemplo la colocación de nuevas acciones, se mejora la imagen de la empresa, se mejoran también las condiciones de financiamientos futuros para la empresa, entre otras muchas ventajas.

La manera tradicional para lograr todo esto es que la empresa misma compre y/o venda sus propias acciones. En este caso, los precios de compra-venta son los del mercado, y en situaciones desfavorables la empresa absorbe las posibles pérdidas.

Sin embargo existe una alternativa para incrementar la bursatilidad de las acciones de una empresa utilizando los productos derivados.

Con los productos derivados, una empresa puede generar bursatilidad y al mismo tiempo reducir costos y riesgos, así como crear compromisos explícitos de compra y/o venta de acciones en el futuro.

De cualquiera de las dos formas en que se pretenda generar bursatilidad (ya sea de la manera tradicional o utilizando productos derivados) es necesario primero recomprar acciones propias para después revenderlas.

Esta primera fase del plan de bursatilidad (la compra de acciones) puede llevarse a cabo mediante la emisión de títulos opcionales de venta en especie. De esta forma, la empresa recibe una prima que reducirá el precio final de recompra y facilita la pulverización, así mismo, la empresa explícitamente pone un piso al que está dispuesta a recomprar las acciones. Dado que este piso es un compromiso irrevocable de compra, puede suceder que se convierta en un piso para la operación de los demás participantes.

Por ejemplo, supongamos que el precio de una acción es de \$100 y la empresa emite un título opcional de venta fuera de precio en un 10%, es decir, con un precio de ejercicio de \$90 y con un plazo de tres meses.

A cambio recibe una prima de \$1.00. La empresa puede invertir la prima recibida en renta fija durante el tiempo de vigencia de la opción y así reducir aún más sus costos. Si suponemos una tasa fija del 39% en tres meses, la prima generará \$0.14. A vencimiento, la empresa podrá comprar su propia acción a un precio igual al precio de ejercicio menos la prima más sus intereses generados.

En la tabla siguiente se pueden observar los resultados, a vencimientos, de ésta estrategia.

| ACCION | RESULTADO | COSTO |
|--------|------------------|---------|
| \$70 | Compra acción a: | \$88.86 |
| 80 | Compra acción a: | \$88.86 |
| 90 | Retiene prima | - |
| 100 | Retiene prima | - |
| 110 | Retiene prima | - |
| 120 | Retiene prima | - |
| 130 | Retiene prima | - |

Esta estrategia se puede combinar con la compra de un título opcional de compra, también en especie, emitido por un intermediario bursátil.

De ésta forma, la empresa estará dispuesta a comprar sus propias acciones a partir de un cierto precio al alza.

Supongamos que para la misma acción del ejemplo anterior (con precio actual de \$100), la empresa compra un título opcional de compra con precio de ejercicio de \$110, un plazo de 3 meses y prima de \$7.81.

De esta forma, la empresa recompraría su acción por \$110 cuando el precio de ésta sea mayor que \$110. En la tabla siguiente, se pueden observar los resultados, a vencimiento, de esta última estrategia.

| ACCION | RESULTADO | COSTO |
|--------|------------------|----------|
| \$70 | - | - |
| \$80 | - | - |
| \$90 | - | - |
| \$100 | - | - |
| \$110 | - | - |
| \$120 | Compra acción a: | \$117.81 |
| \$130 | Compra acción a: | \$117.81 |

Combinando ambas estrategias se compraría la acción cuando el precio de ésta se encuentre por arriba de \$110 o por debajo de \$90.

En la siguiente tabla se pueden observar los resultados a vencimiento de ésta combinación de estrategias.

| ACCION | RESULTADO | COSTO |
|--------|------------------|----------|
| \$70 | Compra acción a: | \$88.86 |
| \$80 | Compra acción a: | \$88.86 |
| \$90 | Zona neutral | - |
| \$100 | Zona neutral | - |
| \$110 | Zona neutral | - |
| \$120 | Compra acción a: | \$117.81 |
| \$130 | Compra acción a: | \$117.81 |

Otra forma de generar bursatilidad, pero disminuyendo las primas y los riesgos, es usando títulos opcionales topados en la recompra de acciones.

Las primas de los títulos opcionales topados tienen un precio menor al de los títulos opcionales sin tope.

Si repetimos el ejemplo de la compra del título opcional de compra, pero esta vez con un tope del 15% , es decir con un precio tope de \$126.5, resultaría que la prima pagada por la empresa sería de \$5.57 (\$2.24 menos que en el título opcional sin tope).

Así, su precio de recompra al vencimiento de la opción se reduciría en esta cantidad.

El resultado que se obtendría al vencimiento del título opcional topado se puede observar en la tabla que se muestra a continuación:

| ACCION | RESULTADO | COSTO |
|--------|------------------|--------|
| \$90 | - | - |
| 100 | - | - |
| 110 | - | - |
| 120 | Compra acción a: | 115.87 |
| 125 | Compra acción a: | 115.87 |
| 130 | Compra acción a: | 119.37 |
| 140 | Compra acción a: | 129.37 |

Esta compra del título opcional de compra topado se puede combinar con la emisión del título opcional de venta, mencionado al principio de este artículo, para generar un plan de recompra similar al del ejemplo anterior.

Hasta ahora sólo se ha hablado de la recompra de las acciones una empresa utilizando los productos derivados aquí descritos; más adelante se hablará de la fase de venta de las acciones compradas; la cuál también se puede llevar a cabo mediante el uso de los productos derivados.

4.7 ESTRATEGIAS

Una vez que hemos visto los conceptos básicos de las opciones tanto de compra (calls) como de las opciones de venta (puts) y sabemos de la versatilidad de sus usos no debe extrañarnos el saber que existen muchas estrategias tanto para realizar operaciones de especulación como para utilizarlas como forma de cobertura.

Sabemos perfectamente que en los contratos de opciones como en general en las operaciones de cotización en piso de rémate , la consigna es comprar cuando el precio de los instrumentos es bajo para vender cuando el precio se haya incrementado, y así obtener una utilidad con ese diferencial.

Pues en los contratos de opciones existen estrategias para obtener utilidades no sólo cuando los precios suben, es decir, con escenarios optimistas; sino también cuando uno cree que el precio de nuestro instrumento o acción va a bajar, es decir, con un escenarios pesimistas.

Existen tres categorías básicas de estrategias:

- Escenario optimista (bullish strategies)
- Escenario pesimista (bearish strategies)
- Estrategias que no toman una posición respecto a los cambios esperados .⁵

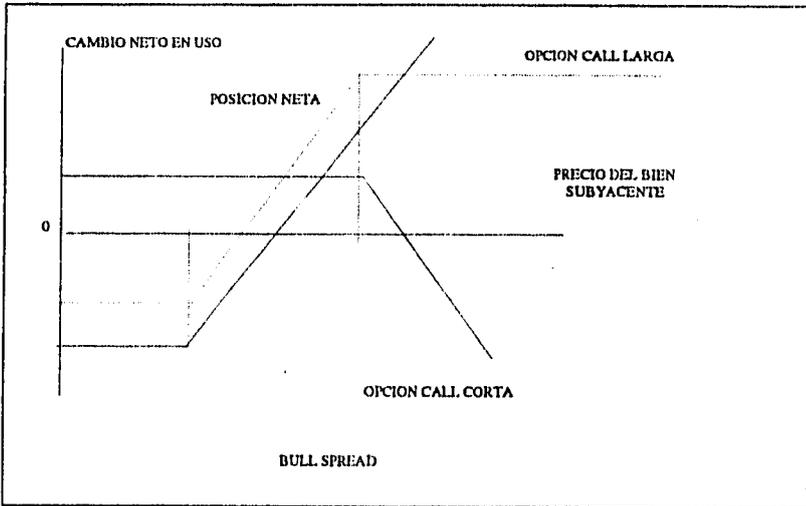
⁵ McMillan, Lawrence, "Options as a Strategic Investment, New York Institute of Finance", New York, 1990, pp.34

4.7.1 ESCENARIO OPTIMISTA (BULLISH STRATEGIES)

Como hemos visto al surgir éstas operaciones en los Estados Unidos de Norteamérica la mayoría de la terminología se conserva ya que no se tiene traducción para muchos de ellos.

En este tipo de escenarios los inversionistas esperan tendencias al alza de los instrumentos o acciones en los que están invirtiendo, el término "bull" ,que significa toro, es el símbolo de precios al alza.

La forma más sencilla de desarrollar éste tipo de estrategias, consiste en comprar una opción de compra (call) , en donde se paga una prima y en donde el riesgo en éstas operaciones se limita a la pérdida de ésta prima, pero donde la utilidad en caso de que los precios sigan subiendo es ilimitada.



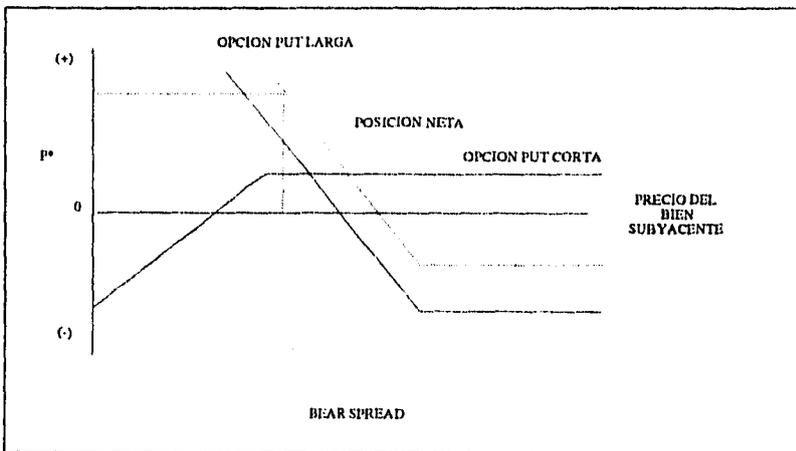
4.7.2. ESCENARIO PESIMISTA (BEARISH STRATEGIES)

Estas estrategias están diseñadas cuando las expectativas del mercado sobre los instrumentos que se tienen o se piensa invertir son a la baja.

"Bear" que significa oso, simboliza el mercado a la baja.

¿Porqué se puede ganar cuando se espera que las acciones o los instrumentos que se poseen bajen sustancialmente sus precios de cotización?

Sencillamente porque en las opciones de venta (puts) el inversionista paga una prima y "apuesta" a que los precios van a bajar del precio de ejercicio que estableció, es decir, si el precio sube, lo único que se pierde es la prima que se pagó, pero si efectivamente el precio se encuentra por debajo del precio de ejercicio que se estableció, mientras más baje mayores utilidades se obtendrán.



4.7.3 EL WARRILINDRO: TOMANDO RIESGO Y SEGURIDAD AL MISMO TIEMPO

Es la colocación de títulos opcionales con prima retornable "warrilindros" , por lo que consideramos importante presentar las características de estos instrumentos.

Los títulos opcionales de compra con prima retornable, "warrilindros de compra", "son títulos que pagan a vencimiento la diferencia positiva entre el valor de mercado del bien subyacente y el precio de ejercicio, como cualquier título opcional de compra, y además regresan la prima que se pago el día de la emisión. El efecto que esto logra es que NO se arriesga el capital en la inversión en bolsa, sino solamente el costo de oportunidad."⁶

Presentaremos primero, las características para el comprador de largo plazo, el inversionista conservador, y después las características del producto en el mercado secundario.

Este instrumento es ideal para el inversionista conservador , que quiere mantener una exposición al IPC sin arriesgar su capital. En el largo plazo, la inversión en bolsa ofrece mayores rendimientos que la inversión de renta fija, pero también mayores riesgos. Este instrumento combina las ventajas de la inversión en bolsa y las ventajas de la inversión en renta fija.

Los warrilindros de compra, el día de la emisión pueden verse como una inversión en una nota de renta fija al plazo del título opcional, cuyo rendimiento es un porcentaje fijo del rendimiento que ofrezca el IPC. Como cualquier instrumento de renta fija, a vencimiento se paga al inversionista el capital invertido íntegramente más los rendimientos.

Pongamos un ejemplo, supongamos que el IPC se ubica en 2,500 puntos el día de la emisión y que el "warrilindro" se emite a precio y a plazo de un año. El precio del "warrilindro" es \$3,571.43

Este "warrilindro" puede verse como un pagaré con valor nominal \$3,571.43 a un año, que ofrece a vencimiento un rendimiento del 70% de la apreciación de la bolsa ($2,500/3,571.43=70\%$). Los rendimientos a vencimiento, es decir un año después, se presentan en la siguiente tabla:

⁶ Productos Derivados , Operadora de Bolsa Serfin, Op.Cit. pp 45

| IPC VENCIMIENTO | AL % | WARRILINDRO PESOS | % |
|--------------------|---------|----------------------|----|
| 1750 | -30.0 | 3571.43 | 0 |
| 2000 | -20.0 | 3571.43 | 0 |
| 2250 | -10.0 | 3571.43 | 0 |
| 2500 | 0 | 4071.43 | 0 |
| 3000 | 20 | 4571.43 | 14 |
| 3500 | 40 | 5071.43 | 28 |
| 4000 | 60 | 5571.43 | 42 |
| 4500 | 80 | | 56 |

Clientes ideales para este tipo de instrumento son inversionistas rentistas que quieren aumentar su exposición al riesgo bursátil, inversionistas institucionales, fondos de inversión de mediano y largo plazo, entre otros.

A pesar que el instrumento sólo garantiza la prima y los rendimientos a vencimiento, sus características en el mercado secundario son también atractivas.

Primero, analicemos el comportamiento del instrumento en el tiempo para distintos valores del IPC. Para incrementos en el subyacente aumenta su valor y para decrementos lo disminuye. El movimiento en el precio de los "warrilindros", para cambios en el subyacente, es menor que el movimiento de un título opcional estándar pues se tiene menor apalancamiento.

Lo que es interesante de observar es su comportamiento contra el tiempo. En el mercado secundario, un "warrilindro" aumenta su valor con el paso del tiempo.

Especialmente los "warrilindros" que se encuentran fuera de precio, que se revalúan fuertemente si sube el IPC o si pasa el tiempo.

En general en el mercado secundario, el "warrilindro" se mueve más suavemente que un título opcional estándar, por lo que refuerza sus características de instrumento de inversión conservadora. Aún más, manteniendo todos los demás factores constantes, para movimientos en la tasa de interés el "warrilindro" es más conservador que una inversión en renta fija.

Lo interesante, es que a pesar de sus características conservadoras, el "warrilindro" puede ofrecer garantías interesantes si el IPC aumenta su valor de manera importante durante la vigencia del instrumento. Además, si el plazo de vigencia del "warrilindro" es largo, entonces la experiencia histórica muestra que es una inversión atractiva comparada contra la inversión de renta fija.

4.7.4 EL WARRILINDRO: TOMANDO RIESGO Y SEGURIDAD AL MISMO TIEMPO

En el punto anterior presentamos las principales características de los títulos opcionales de compra con prima retornable sobre el IPC. Para completar la descripción, se comentarán las características de los títulos opcionales de venta con prima retornable, "warrilindros de venta".

Los "warrilindros de venta" son títulos que pagan a vencimiento la diferencia positiva entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del bien subyacente, como cualquier título opcional de venta, y además regresan la prima que se pagó el día de la emisión.

Al igual que en los "warrilindros de compra", el efecto que esto logra es que NO se arriesga el capital en la inversión en bolsa, sino solamente el costo de oportunidad.⁷

Presentamos primero, las características para el comprador de largo plazo y después las características del producto en el mercado secundario.

Este instrumento es ideal para el inversionista conservador, que quiere obtener cobertura contra una exposición al riesgo en acciones que se mantendrán por un plazo mediano o largo.

La cobertura puede realizarse a través de calcular la beta del portafolio del inversionista y la de los títulos opcionales y con estas dos decidir la cantidad de títulos del IPC que se requieren. Una inversión protegida de esta manera mantiene el atractivo del rendimiento bursátil en el largo plazo pero reduce substancialmente el riesgo.

Este instrumento es también ideal para tomar utilidades sin disminuir la exposición al riesgo bursátil. Normalmente, después de un rally alcista como el que experimentó la bolsa en los últimos meses, un inversionista que compró un portafolio con objetivos de mediano y largo plazo se enfrenta a la disyuntiva de tomar utilidades o mantener su posición.

Cuando la exposición de riesgo que produce un portafolio todavía parece atractiva, una manera de asegurar las utilidades ya obtenidas y, simultáneamente, mantener el portafolio es la compra de "warrilindros de venta".

Finalmente, para aquellos inversionistas que mantienen una perspectiva negativa sobre el IPC, este instrumento es ideal. Se logra la exposición deseada pero con riesgo mínimo.

Los "warrilindros de venta", el día de la emisión, pueden verse como una inversión en una nota de renta fija al plazo del título opcional, cuyo rendimiento es un porcentaje fijo del rendimiento negativo que ofrezca el IPC.

⁷ Productos Derivados, Operadora de Bolsa Serfin, Op.Cit. pp 65.

Como cualquier instrumento de renta fija, a vencimiento se paga al inversionista el capital invertido íntegramente más los rendimientos.

Pongamos un ejemplo, supongamos que el IPC se ubica en 2,500 puntos el día de la emisión y que el "warrilindro" se emite a precio y a plazo de un año. El precio del "warrilindro" es \$833.14.

Este "warrilindro" puede verse como un pagaré con valor nominal \$833.14 a un año, que ofrece a vencimiento un rendimiento del 300% de la depreciación de la bolsa ($2500/833.14=300\%$).

Los rendimientos a vencimiento, es decir un año después, se presentan en la siguiente tabla:

| IPC al vencimiento | % | WARRILINDRO | % |
|--------------------|-------|-------------|-----|
| 1500 | -40.0 | 1833.14 | 120 |
| 1750 | -30.0 | 1583.14 | 90 |
| 2000 | -20.0 | 1333.14 | 60 |
| 2250 | -10.0 | 1083.14 | 30 |
| 2500 | 0 | 833.14 | 0 |
| 3000 | 20 | 833.14 | 0 |
| 3500 | 40 | 833.14 | 0 |
| 4000 | 60 | 833.14 | 0 |

Es importante destacar que el "warrilindro de venta" a vencimiento magnifica los movimientos negativos de la bolsa. En el ejemplo, los rendimientos negativos del índice se multiplican por tres (300%).

Clientes ideales para este tipo de instrumento son inversionistas de largo y mediano plazo, inversionistas institucionales, fondos de inversión de mediano y largo plazo, entre otros inversionistas que, sin disminuir su exposición a la bolsa desean reducir su riesgo.

A pesar de que el instrumento sólo garantiza la prima y los rendimientos a vencimiento, sus características en el mercado secundario son también atractivas.

Primero, analicemos el comportamiento del instrumento en el tiempo para distintos valores del IPC.

Para todas las posiciones el decremento en el subyacente aumenta el rendimiento y para incrementos lo disminuye. Sin embargo, el movimiento en el precio de los warrilindros, para cambios en el subyacente, es menor que el movimiento de un título opcional estándar pues se tiene menor apalancamiento.

Es más interesante de observar el comportamiento contra el tiempo. En el mercado secundario, un "warrilindro" aumenta su valor con el paso del tiempo. Especialmente los "warrilindros" que se encuentran en precio, que se revalúan fuertemente si baja el IPC o si pasa el tiempo.

El instrumento ofrece mejores rendimientos, para movimientos iguales en el IPC, si ese se mantiene por plazos mayores. Por ejemplo, si el índice se mantiene sin cambios, el "warrilindro de venta" aumenta su valor contra el tiempo.

En general, en el mercado secundario, el "warrilindro" se mueve más suavemente que un título opcional estándar, por lo que refuerza sus características de instrumento de inversión conservadora. Pero, manteniendo todos los factores constantes, contra movimientos en la tasa de interés el "warrilindro", entonces la inversión en "warrilindros de venta" puede resultar muy atractiva.

Para concluir, el "warrilindro de venta" es un instrumento conservador que permite proteger una posición accionaria contra bajas o tener utilidades sin perder la exposición a la Bolsa.

Por otro lado, para mercados laterales y movimientos en las tasas a la baja es un instrumento muy atractivo.

4.7.5 TORTAS

TITULOS OPCIONALES CON RENDIMIENTO TOPADO AMERICANOS

Como su nombre lo indica, las TORTAS son títulos opcionales con rendimiento topado. Explicaremos primero las características de un título opcional topado europeo, para hacer obvias las diferencias con las TORTAS.

"Los títulos opcionales topados europeos pagan, como cualquier otro warrant, su valor intrínseco siempre que éste sea menor al "tope". Una vez que el precio del subyacente alcanza el "tope" entonces sólo pagan la diferencia entre dicho "tope" y el precio de ejercicio."⁸

Porqué emitir títulos opcionales topados? En primer lugar, la prima es más barata que en un título opcional sin tope. En segundo lugar permiten administrar mejor los avances del precio de una acción. Por ejemplo, si se emite un título opcional a tres meses, y en ese plazo se tiene una expectativa de crecimiento para el subyacente de 25%, entonces un título opcional con tope 30% mayor al precio actual permite seguir las expectativas y, a la vez, arriesgar menos capital (prima más baja).

Así, si se emite un título opcional de compra europeo sobre TELMEX*L con precio de ejercicio \$10.00, tope en \$11 y seis meses de plazo, cuando la acción al inicio vale \$10.00 tendríamos que a vencimiento el título opcional pagaría de acuerdo a la siguiente tabla:

| Valor acción | Topado europeo | | Sin tope | |
|--------------|----------------|------|----------------|-------|
| INICIO | \$ | | \$ RENDIMIENTO | |
| VENCIMIENTO | 42 | | 1.90 | 19.05 |
| 8.0 | 0 | -100 | 0 | -100 |
| 9.0 | 0 | -100 | 0 | -100 |
| 10.0 | 0 | -100 | 0 | -100 |
| 10.5 | 0.5 | 20 | .5 | -74 |
| 11.0 | 1.0 | 140 | 1.0 | -48 |
| 12.0 | 1.0 | 140 | 2.0 | 5 |
| 15.0 | 1.0 | 140 | 5.0 | 162 |

Como puede observarse, se presenta en la tabla una comparación con un título opcional sin tope. Para movimientos mayores en el precio del subyacente es más adecuado comprar un título opcional sin tope, para movimientos moderados es mejor comprar el título opcional topado.

Las dos desventajas del título opcional topado europeo son:

⁸ Parnell William, Op.Cit. pp.28

1. Para movimientos importantes en el subyacente los títulos opcionales topados limitan la utilidad.

2. Aún cuando ya se rebasó el tope, si se quiere obtener el rendimiento máximo (el tope) es necesario esperar hasta el vencimiento.

Estas dos desventajas no las presenta una TORTA, el hecho de que el instrumento sea de tipo americano permite realizar el rendimiento máximo el día en que el subyacente alcance el "tope". En ese momento es óptimo ejercer y hacerse de los recursos.

El acceder a los recursos automáticamente permite, por un lado realizar las ganancias antes de vencimiento (el rendimiento anualizado puede ser mucho mayor) y por el otro, liberar los recursos para comprar otra TORTA con tope mayor si las expectativas de crecimiento para el precio del subyacente aún persisten.

Así, para movimientos importantes en el subyacente, por medio de la compra de TORTAS escalonadamente se puede acceder a los altos rendimientos ofrecidos por un título opcional sin tope.

Contra estas dos ventajas, la única desventaja es que las TORTAS tienen una prima mayor que un título opcional topado europeo. Por supuesto que, la prima sigue siendo menor que un título opcional sin tope.

Las TORTAS, por otro lado, presentan características muy interesantes en el mercado secundario. Presentaremos una comparación gráfica contra las características en el mercado secundario con un título opcional normal. Se presenta la comparación para títulos opcionales de compra.

La primera comparación es contra movimientos en el precio del subyacente. Lo más interesante a notar es que si el subyacente reduce su precio, el valor de las TORTAS disminuye en mucho menor proporción que el valor de un warrant normal.

Las TORTAS son más resistentes a cambios imprevistos en el subyacente.

4.7.6. ACCIONES, OPCIONES Y RENTA FIJA LOGRANDO LA POSICIÓN DE RIESGO ADECUADA

Para todos es claro que una opción siempre tiene un valor menor que el subyacente al que está referido. Así, la posición de una inversión en acciones y una en opciones no es comparable directamente. Es más, comparar una inversión en acciones con una en opciones no es correcto, no sólo por las diferencias en precios sino en el riesgo que asumen.

Por renta fija entendemos una inversión a un plazo conocido y a una tasa fija. Es decir, una inversión que si se deja a vencimiento tiene un valor final que se conoce con certeza. Por simplicidad, en todos los ejemplos en los que se incluyan inversiones en renta fija y en opciones se supondrá que ambas tienen plazos iguales.

La operación más sencilla que tocaremos es la compra de acciones. Supóngase una acción sobre la empresa A con valor el día de hoy de \$100.00. Esta acción la utilizaremos para todos los ejemplos. Supóngase que se compraron 1,000 acciones con un horizonte de inversión de tres meses. Qué posición tenemos adquirida?

Si la acción sube \$20.00 a \$120.00, la ganancia será de \$20,000 o 20%. Si la acción baja \$20, entonces se tendrá una pérdida del 20% de capital. En general, cada peso que suba la acción se ganarán \$1,000.00 y cada nuevo peso que baje se perderán \$1,000.00. La ganancia al alza es ilimitada, pero el valor en riesgo a la baja es el total de la inversión. Nótese que la inversión inicial es \$100,000.00.

Supóngase que puedo conseguir una opción de compra sobre la acción A con precio de ejercicio \$100.00 y plazo de tres meses. La prima a pagar por esta opción es \$12.70. La tasa de interés de una inversión de tres meses de plazo es 35%.

Una inversión que puedo usar para sustituir la compra de 1,000 acciones es la compra de 1,000 opciones de compra. Dado que las opciones sólo valen \$12.70, me sobrarían \$87,300 para inversión de renta fija.

Cómo se vería nuestra posición pasados los tres meses ?

Primero, la renta fija producirá intereses a una tasa del 35% por tres meses, así que el valor final será con certeza \$87,300 más \$7,720 de intereses, en total \$95,030.00

Es decir, ésta inversión tendrá siempre como valor mínimo \$95,030.

El riesgo máximo se ha reducido de \$100,000 a \$4,970. Segundo, el potencial de ganancia se mantiene intacto, por cada peso que suba la acción la posición de opciones pagará a vencimiento \$1,000.00

La posición resultante de comprar la opción y la renta fija comparado con la acción sería equivalente a limitar la pérdida máxima posible a 4.97% del dinero invertido, a cambio se cede el primer 4.97% de lo que suba la acción.

| Precio Acción | Rendimiento % | Valor de la renta fija | Valor de la opción | Opción más renta fija | Rendimiento | Diferencia Rendimiento |
|---------------|---------------|------------------------|--------------------|-----------------------|-------------|------------------------|
| 70,000 | -30 | 95,030 | - | 95,030 | -4.97 | 25.03 |
| 80,000 | -20 | 95,030 | - | 95,030 | -4.97 | 15.03 |
| 90,000 | -10 | 95,030 | - | 95,030 | -4.97 | 5.03 |
| 100,000 | 0 | 95,030 | - | 95,030 | -4.97 | -4.97 |
| 110,000 | 10 | 95,030 | 10,000 | 105,030 | 5.03 | -4.97 |
| 120,000 | 20 | 95,030 | 20,000 | 115,030 | 15.03 | -4.97 |
| 130,000 | 30 | 95,030 | 30,000 | 125,030 | 25.03 | -4.97 |
| 140,000 | 40 | 95,030 | 40,000 | 135,030 | 35.03 | -4.97 |

Qué otras posiciones podemos tomar? El siguiente ejemplo contempla una inversión con los instrumentos anteriores pero en la que no se desea correr ningún riesgo de capital. Si se invierten \$91,872 en renta fija se obtienen \$8,128.00 de intereses, lo que da un total de \$100,000. La diferencia entre \$100,000 y \$91,872 se invierte en opciones.

Dado que el valor de cada opción es \$12.70, con \$8,128 se pueden comprar sólo 604 opciones (en vez de 1,000 del ejemplo anterior). El resultado, se redujo totalmente al riesgo de capital. A cambio, si la acción A sube \$1, la posición final sólo subirá \$604 (contra \$1,000 en el ejemplo anterior). Comparado contra una acción se ha cedido el 40% de rendimiento a cambio de eliminar el riesgo accionario a la baja. Ver tabla siguiente.

| Precio Acción | Rendimiento % | Valor de la renta fija | Valor de la opción | Opción más renta fija | Rendimiento | Diferencia Rendimiento |
|---------------|---------------|------------------------|--------------------|-----------------------|-------------|------------------------|
| 70,000 | -30 | 100,000 | - | 100,000 | 0.00 | 30.00 |
| 80,000 | -20 | 100,000 | - | 100,000 | 0.00 | 20.00 |
| 90,000 | -10 | 100,000 | - | 100,000 | 0.00 | 10.00 |
| 100,000 | 0 | 100,000 | - | 100,000 | 0.00 | 0 |
| 110,000 | 10 | 100,000 | 6,040 | 106,040 | 6.04 | -3.96 |
| 120,000 | 20 | 100,000 | 12,080 | 112,080 | 12.08 | -7.92 |
| 130,000 | 30 | 100,000 | 18,120 | 118,120 | 18.12 | -11.88 |
| 140,000 | 40 | 100,000 | 24,160 | 124,160 | 24.16 | -15.84 |

Cómo se podría reducir el porcentaje a ceder? Para obtener protección total cediendo menos rendimiento, la posibilidad más sencilla es hacer una operación de mayor plazo. Supóngase que se quiere realizar una inversión similar pero a un año. La inversión en renta fija sería de \$74,074.00, los intereses de 25,926.00, la posición final de 100,000.00.

Una opción de compra con precio de ejercicio de \$100.00 y plazo a un año sobre la acción A cuesta \$31.41. Con \$25,926.00 disponibles para inversión se pueden adquirir sólo \$825 opciones contra (1,000 acciones), es decir, se obtendrá sólo el 82.50% del rendimiento de las acciones (se cede el 17.50%).

Nótese la diferencia entre el primer ejemplo y los siguientes. En el primer ejemplo, se ceden las primeras ganancias de la acción. Es decir, si la acción sube 4.97% o menos, no se tendrá rendimiento positivo. El rendimiento positivo se obtiene si hay un incremento mayor a 4.97%. En el segundo ejemplo, se gana un porcentaje de rendimiento por cualquier aumento en la acción. Si la acción sube 3%, entonces se ganará 1.81%, es decir, 3% por 60.40% que es la participación que se pudo comprar. El tercer ejemplo es similar al segundo, pero la participación del rendimiento es mayor, 82.50% de cualquier rendimiento de la acción.

Hay muchas combinaciones y formas de ceder rendimiento a cambio de obtener mayor seguridad. De hecho pagos como los anteriores pueden ser contruidos a cualquier nivel de riesgo y participación. Los dos ejemplos anteriores son conservadores, pero se pueden construir otros donde a cambio de un mayor riesgo se obtienen participaciones mayores al 100%.

Faltaría por ver una manera de ceder rendimiento, un inversionista, podría estar interesado en recibir todo el rendimiento positivo hasta un tope, el resto cederlo.

Por ejemplo, el inversionista decide comprar una opción con precio de ejercicio de \$100.00 y que ofrece todo el rendimiento positivo hasta \$121.00, si la acción sube más, no se reciben rendimientos adicionales.

El plazo de la opción es 91 días y su precio es \$8.12.

El precio de la opción es menor por ser topada.

Si se toma la posición conjunta, es decir, se sustituyen 1,000 acciones por 1,000 opciones de compra con rendimiento limitado y renta fija se tendría que el cliente recibe con certeza \$100,000 y recibe todo el rendimiento positivo de la acción siempre que este sea menor a 21%, si es mayor, entonces sólo recibe el tope, 21%. Esta posibilidad puede ser óptima si el escenario de la acción para los próximos tres meses es de alza pero menor al 21%.

4.8 EL VALOR FUTURO DEL DOLAR Y LAS OPCIONES

Una de las preocupaciones de las tesorerías de las empresas, así como de los inversionistas, es cuál será el valor del tipo de cambio peso-dólar en una fecha futura. El tipo de cambio peso-dólar, así como la mayoría de las divisas del mundo, ha demostrado tener alta volatilidad y ser difícilmente predecible.

Esta preocupación puede ser producto de una necesidad de cobertura o como simple información para realizar una correcta inversión.

Por ejemplo, una empresa con una deuda en dólares querrá cubrir el principal y/o los intereses de manera que su valor en pesos sea conocido o al menos tenga un valor máximo.

Un inversionista necesita dicha información para saber si invierte en una empresa exportadora o no.

Existen diversos instrumentos para cubrir el valor futuro del dólar:
Los futuros, listado y de mostrador (forwards y coberturas cambiarias)
Las opciones.

Dichos instrumentos pueden adquirirse como instrumentos de cobertura o especulación.

A pesar de la dificultad de pronosticar el valor futuro del dólar, no estamos a ciegas sobre cómo y a qué valor invertir en instrumentos de cobertura de dicha divisa.

La guía sobre el valor futuro del dólar, es el diferencial de tasas de interés entre el peso y el dólar.

Si invertimos dinero en pesos estamos obteniendo una tasa de interés mayor que la que se obtendría de invertir en dólares.

Así el valor de un contrato de futuro del tipo de cambio no refleja esta diferencia, entonces se ofrecería la oportunidad de realizar inversiones sin riesgo y con alto rendimiento.

Supongamos que un banco extranjero tiene oportunidad de entrar a un contrato para comprar un millón de dólares dentro de seis meses a \$6.50. El banco podría pedir prestado USD \$970,874.00 que dentro de seis meses, a tasa interbancaria en dólares, serían aproximadamente un millón de dólares.

Simultáneamente, podría vender los dólares en el mercado spot a \$6.40 con lo que obtendría \$6,213,592.00 M.N. Esta última cantidad invertida en Cetes a seis meses rendirían \$7,297,991.00 M.N.

Para pagar la deuda que contrajo en dólares sólo necesita \$6,500,000.00 pues tiene contratados los dólares a este precio.

Esta operación garantiza una ganancia de \$797,991.00, ¡SIN INVERTIR NADA Y SIN RIESGO!

Desafortunadamente, oportunidades tan claras como la anterior no se presentan en el mercado tan fácil. En general, los contratos de futuros del dólar reflejan diferenciales de tasas (o niveles cercanos a éste).

El precio futuro del dólar que refleja exactamente los diferenciales de tasas de interés para un plazo específico se conoce como precio forward.

Hasta ahora hemos mencionado los contratos de futuros del tipo de cambio, recordemos que un contrato de futuro del dólar es un contrato en el que se especifica la obligación de comprar o vender un determinado número de dólares a un precio específico en una fecha futura.

En dichos contratos se puede ser comprador, quien tiene el derecho y obligación de comprar los dólares al precio especificado o vendedor, quien tiene el derecho y obligación de vender los dólares a dicho precio.

Veamos como sería la posición de un comprador y un vendedor que entraron en un contrato para intercambiar un millón de dólares, el 15 de marzo de 1997, a un precio de \$7.30 (aproximadamente el precio forward).

| Valor del dólar a vencimiento | Resultado del comprador del contrato de futuro | Resultado del vendedor del contrato de futuro |
|-------------------------------|--|---|
| \$6.40 | (\$900,000) | \$900,000 |
| 6.85 | (\$450,000) | \$450,000 |
| 7.30 | 0 | 0 |
| 7.75 | \$450,000 | (\$450,000) |
| 8.20 | \$900,000 | (\$900,000) |

Como puede verse un comprador ganaría siempre que el dólar en el mercado en la fecha de vencimiento esté por arriba de \$7.30, y perdería cuando esté por debajo de éste nivel.

El vendedor, por el contrario, ganaría siempre que el dólar esté por debajo de \$7.30, es decir, vende por arriba del valor del mercado y perdería en la situación contraria.

El valor de un contrato de futuros de dólar el día en que se inicia es cero. Los participantes entran en el contrato sin realizar ningún desembolso (no es necesario depositar los márgenes o colaterales que sea necesario depositar para entrar en dichos contratos.), por lo que el precio que se pacta siempre estará alrededor del precio forward. Las utilidades/pérdidas que se obtienen son netas (sin inversión inicial). Por lo anterior, este mercado es muy riesgoso, pero también muy atractivo para obtener utilidades.

Pongamos un ejemplo de una cobertura. Supóngase que una empresa tiene una deuda de un millón de dólares que vence el 15 de marzo de 1996. La empresa está temerosa del valor del dólar en el futuro, por lo que decide comprar un millón de dólares a futuro a \$7.30. A vencimiento, habrá fijado su deuda en \$7,300,000.00 como se observa en la siguiente tabla:

| Precio del dólar | Valor de la deuda | Pérdida/Ganancia del futuro | Costo total en pesos |
|------------------|-------------------|-----------------------------|----------------------|
| \$6.40 | \$6,400,000 | (\$900,000) | \$7,300,000 |
| \$6.85 | \$6,850,000 | (\$450,000) | \$7,300,000 |
| \$7.30 | 0 | 0 | \$7,300,000 |
| \$7.75 | \$7,750,000 | \$450,000 | \$7,300,000 |
| \$8.20 | \$8,200,000 | \$900,000 | \$7,300,000 |

La compra de dólares a futuro permite, como puede verse, conocer con certeza el valor en pesos de los flujos futuros en dólares. Sin embargo, es un mercado muy rígido.

El precio de los contratos es siempre un precio cercano al precio forward, por lo que ya se tiene descontado el diferencial de tasas.

Se adquiere tanto el derecho como la obligación de compra o venta, por lo que se tiene que honrar el contrato aún cuando no le sea conveniente.

Los puntos rígidos quedan claros en el ejemplo anterior. Primero, más allá de las expectativas futuras del dólar para el comprador, sólo se puede entrar al contrato a \$7.30. Segundo, si el dólar está por debajo de \$7.30, no se puede aprovechar esta situación pues el contrato de compra de dólares a futuro representaría una pérdida.

4.9 OPCIONES DEL TIPO DE CAMBIO

Como respuesta a ésta problemática existen las opciones de tipo de cambio. Al igual que en los futuros existen opciones de compra y opciones de venta.

"Una opción de compra de dólares es un contrato que ofrece a quien lo adquiere el derecho, más no la obligación, de comprar dólares a un precio determinado, en una fecha determinada (o durante todo un periodo determinado) a cambio de una prima que se paga al inicio de la operación."⁹

Las características de una opción de compra permiten fijar el precio de compra futura que se desee, dicho precio se conoce como precio de ejercicio. El precio de ejercicio, así como el plazo, son determinantes del costo de la prima.

Asimismo, en el caso en que se realice una cobertura, las opciones permiten aprovechar movimientos favorables del tipo de cambio ya que sólo ofrecen el derecho de compra, más no la obligación.

⁹ Productos Derivados, Operadora de Bolsa Serfin. Op.Cit. pp.79

La flexibilidad de las opciones de compra permite usarlas para distintas estrategias, según las necesidades.

Así un inversionista con una visión de alza importante en el precio del dólar podría comprar una opción con un precio de ejercicio mucho mayor al precio actual.

La opción se revalorará de manera importante si el dólar, como él lo espera, aumenta su valor.

Presentamos a continuación el ejemplo de cobertura anterior, pero ahora la cobertura se realiza con una opción.

La opción tiene el mismo plazo y precio de ejercicio \$7.30. La prima que se asume es de \$0.45 por dólar.

| Precio del dólar | Valor de la deuda | Ganancia de opción de compra | Costo prima | Costo total en pesos |
|------------------|-------------------|------------------------------|---------------|----------------------|
| \$6.40 | \$6,400,000.00 | \$0 | \$ 450,000.00 | \$6,850,000.00 |
| \$6.85 | \$6,850,000.00 | \$0 | \$ 450,000.00 | \$7,300,000.00 |
| \$7.30 | \$0 | \$0 | \$ 450,000.00 | \$7,750,000.00 |
| \$7.75 | \$7,750,000.00 | \$450,000.00 | \$ 450,000.00 | \$7,750,000.00 |
| \$8.20 | \$8,200,000.00 | \$900,000.00 | \$ 450,000.00 | \$7,750,000.00 |

La prima se paga al inicio de la operación, mientras que el resto de los pagos se realizan a vencimiento, por esto es necesario considerar este desfase en el costo de la cobertura.

El ejercicio que aquí se presenta por simplicidad no agrega estos intereses.

Como puede observarse por medio de una opción de compra se tiene garantizado un pago máximo en pesos, sin ceder todos los posibles escenarios positivos.

el nivel al que se estaría igual, comprando un futuro que una opción de compra, depende del precio de ejercicio y del plazo, que a su vez determinan la prima.

Hagamos un análisis de las distintas posiciones que pueden tomarse, suponiendo el mismo plazo que anteriormente.

La primera posibilidad es adquirir una opción de compra con precio de ejercicio de \$6.42, o menor.

En este caso se estaría adquiriendo una opción con una prima muy alta ya que el precio que se eligió para la compra futura no reconoce siquiera la potencial ganancia por la diferencia de tasas de interés.

Opciones como éstas se considerarían sumamente conservadoras pues cubren riesgo de alza futura.

La segunda posibilidad es adquirir opciones ente \$7.42 y el precio forward, aproximadamente \$8.30

Estas opciones al igual que la anterior pueden considerarse conservadoras.
En general estarían cubriendo riesgos de alza ya considerados en la diferencia de tasas.

La tercera posibilidad es cubrirse justo a partir del tipo de cambio forward.
En este caso se estarían cubriendo sólo las situaciones extraordinarias.
Es decir, se estaría cubriendo el riesgo devaluatorio más allá de lo que el mercado por medio de las diferencias de tasas considera factible.

Esta es la cobertura más usual, aunque no necesariamente la óptima.
La cobertura ideal depende de las expectativas y necesidades de cobertura de cada comprador.

La última cobertura sería la de los escenarios catastróficos. La cobertura con precio de ejercicio mayor al precio forward.
En este caso, y como ya se mencionó, se buscaría cubrir las posiciones sólo contra eventos muy desfavorables.
Como es de esperarse, la prima de ésta últimas opciones es muy baja por lo que pueden aprovecharse casi todos los escenarios positivos posibles, es decir, todos los escenarios donde se hubiese estado mejor de no haber adquirido ninguna cobertura.

A continuación se presentan algunos indicativos de precios de opciones para distintos precios de ejercicio, asumiendo el dólar spot a \$7.42, y el mismo plazo que en todos los ejercicios anteriores.

Además del precio del dólar spot y el plazo, los precios de las opciones se ven influidos por las tasas de interés en pesos y en dólares y la volatilidad del tipo de cambio.

Por lo anterior, los precios que aquí se presentan dependen de las condiciones vigentes al momento de la cotización.

| Precio del dólar | Opción Compra |
|------------------|---------------|
| \$6.40 | \$ 0.9219 |
| \$6.70 | \$ 0.7475 |
| \$7.00 | \$ 0.5958 |
| \$7.30 | \$ 0.4500 |
| \$7.60 | \$ 0.3601 |
| \$7.90 | \$ 0.2734 |
| \$8.20 | \$ 0.2046 |

Además de instrumentos de cobertura las opciones sobre el tipo de cambio son excelentes instrumentos de inversión.

Las opciones del tipo de cambio permiten obtener utilidades si el dólar se mueve de acuerdo a las expectativas del comprador de la opción sin necesidad de adquirir dólares.

Dado que las opciones son más baratas que los dólares, cuando se compra una opción se obtiene cierto grado de apalancamiento.

El grado de riesgo y apalancamiento dependerán principalmente del plazo y el precio de ejercicio.

Se presentan a continuación a manera de ejemplo algunas de las sensibilidades del precio de una opción ante cambios en las variables del mercado. Las características de la opción son: vencimiento el 15 de marzo de 1996 y precio de ejercicio \$6.75.

Las sensibilidades cambian de acuerdo a las características de las opciones.

| | PRECIO OPCION | CAMBIO |
|--|---------------|--------|
| Prima inicial dólar spot a \$6.42 | \$0.7207 | |
| Alza del tipo de cambio 1% (dólar a \$6.464) | 0.08090 | 6.05% |
| Baja del tipo de cambio 1% (dólar a \$6.336) | 0.6369 | -5.89% |
| Aumento de 1% en la curva de Cetes | 0.7373 | 2.32% |
| Disminución de 1% en la curva de Cetes | 0.7041 | -2.29% |
| Aumento de 0.25% en la curva libor. | 0.7157 | -0.69% |
| Disminución de 0.25% en la curva Libor. | 0.7756 | 0.69% |

4.9.1 EL VALOR FUTURO DEL DOLAR Y LAS OPERACIONES DE RANGO.

Los posibles valores futuros del tipo de cambio presentan mucha volatilidad lo que dificulta la planeación de las tesorerías de las empresas o personas que tienen operaciones en pesos y en dólares simultáneamente.

Para estas empresas, los regímenes cambiarios donde en lugar de libre flotación se permite el movimiento del tipo de cambio sólo en bandas son adecuados y facilitan grandemente su trabajo.

Analizaremos la posibilidad de ofrecer al inversionista la capacidad de acotar la fluctuación del tipo de cambio para sus operaciones según sus necesidades.

En otras palabras LA POSIBILIDAD DE FIJAR BANDAS PROPIAS.

Distinguimos dos tipos de operaciones. Primero, quien tiene que entregar dólares a futuro y requiere certeza sobre el costo de la operación de compra de dólares. Segundo, quien recibe dólares a futuro y quiere tener certeza sobre el posible precio del dólar el día que tenga que venderlos.

La necesidad del segundo tipo de operación se percibe menos en México por las condiciones actuales de la economía, en México se han dado apreciaciones importantes del tipo de cambio, aún este año, baste recordar que el tipo de cambio se llegó a cotizar en más de \$8.00 por dólar.

Hemos visto la conveniencia de comprar opciones de compra (CALL) y/o opciones de venta (PUT). Existe también la posibilidad de vender éstas opciones. Para ello es necesario contar con líneas de crédito autorizadas para dicho fin o dejar colaterales que respalden la operación.

Antes de presentar las operaciones de bandas presentaremos la venta de un CALL y un PUT.

La venta de un CALL puede ser óptima para quien recibe dólares a futuro. La operación le llevaría a fijar desde el inicio el precio máximo al que vendería dichos dólares; a cambio de esto, recibiría por adelantado una prima (el valor de la opción).

Supongamos el caso de un exportador que está dispuesto a correr el riesgo de baja en el tipo de cambio.

Por otro lado, no tiene expectativas de ver el dólar por encima de \$7.20 en los próximos 60 días, fecha en que recibirá un pago por las exportaciones realizadas.

Este exportador podría vender un CALL sobre un millón de dólares con precio de ejercicio de \$7.20 y recibir una prima de \$0.22 por dólar.

A vencimiento, habría fijado su precio de venta máximo en \$7.42 (\$7.20 + \$0.22).

| Precio del dólar | Pago recibido por la venta en \$ PESOS | Pérdida opción de compra | Ingreso Prima | Ingreso total en pesos. |
|------------------|--|--------------------------|---------------|-------------------------|
| \$6.40 | 6,400,000.00 | 0 | 220,000.00 | 6,620,000.00 |
| 6.80 | 6,800,000.00 | 0 | 220,000.00 | 7,020,000.00 |
| 7.20 | 7,200,000.00 | 0 | 220,000.00 | 7,420,000.00 |
| 7.60 | 7,600,000.00 | (400,000.00) | 220,000.00 | 7,420,000.00 |
| 8.00 | 8,000,000.00 | (800,000.00) | 220,000.00 | 7,420,000.00 |

Analizaremos la posibilidad de ofrecer al inversionista la capacidad de acotar la fluctuación del tipo de cambio para sus operaciones según sus necesidades.

En otras palabras LA POSIBILIDAD DE FIJAR BANDAS PROPIAS.

Distinguimos dos tipos de operaciones. Primero, quien tiene que entregar dólares a futuro y requiere certeza sobre el costo de la operación de compra de dólares. Segundo, quien recibe dólares a futuro y quiere tener certeza sobre el posible precio del dólar el día que tenga que venderlos.

La necesidad del segundo tipo de operación se percibe menos en México por las condiciones actuales de la economía, en México se han dado apreciaciones importantes del tipo de cambio, aún este año, baste recordar que el tipo de cambio se llegó a cotizar en más de \$8.00 por dólar.

Hemos visto la conveniencia de comprar opciones de compra (CALL) y/o opciones de venta (PUT). Existe también la posibilidad de vender éstas opciones. Para ello es necesario contar con líneas de crédito autorizadas para dicho fin o dejar colaterales que respalden la operación.

Antes de presentar las operaciones de bandas presentaremos la venta de un CALL y un PUT.

La venta de un CALL puede ser óptima para quien recibe dólares a futuro. La operación le llevaría a fijar desde el inicio el precio máximo al que vendería dichos dólares; a cambio de esto, recibiría por adelantado una prima (el valor de la opción).

Supongamos el caso de un exportador que está dispuesto a correr el riesgo de baja en el tipo de cambio.

Por otro lado, no tiene expectativas de ver el dólar por encima de \$7.20 en los próximos 60 días, fecha en que recibirá un pago por las exportaciones realizadas.

Este exportador podría vender un CALL sobre un millón de dólares con precio de ejercicio de \$7.20 y recibir una prima de \$0.22 por dólar.

A vencimiento, habría fijado su precio de venta máximo en \$7.42 ($\$7.20 + \0.22).

| Precio del dólar | Pago recibido por la venta en \$ PESOS | Pérdida opción de compra | Ingreso Prima | Ingreso total en pesos. |
|------------------|--|--------------------------|---------------|-------------------------|
| \$6.40 | 6,400,000.00 | 0 | 220,000.00 | 6,620,000.00 |
| 6.80 | 6,800,000.00 | 0 | 220,000.00 | 7,020,000.00 |
| 7.20 | 7,200,000.00 | 0 | 220,000.00 | 7,420,000.00 |
| 7.60 | 7,600,000.00 | (400,000.00) | 220,000.00 | 7,420,000.00 |
| 8.00 | 8,000,000.00 | (800,000.00) | 220,000.00 | 7,420,000.00 |

La otra posición de venta es la de un Put. Es decir, se vende el derecho a vender dólares a un precio fijo. La venta de un Put puede ser óptima para quien paga dólares a futuro. La operación le llevaría a fijar desde el inicio el precio mínimo al que compraría dichos dólares; a cambio de esto, recibiría por adelantado una prima (el valor de la opción)

Supongamos el caso de una importadora que está dispuesto a correr el riesgo de alza en el tipo de cambio. Por otro lado, no tiene expectativas de ver el dólar por debajo de \$6.90 por dólar en los próximos 60 días, fecha en que hará un pago por las exportaciones realizadas.

Este importador podría vender un Put sobre un millón de dólares con precio de ejercicio \$6.90 y recibir una prima de \$0.17 por dólar. A vencimiento habría fijado su precio de compra mínimo en \$6.73 (\$6.90-\$0.17).

| Precio del dólar | Pago hecho por la compra en \$M.N. | Pérdida opción de venta | Ingreso Prima | Pago total en pesos |
|------------------|------------------------------------|-------------------------|---------------|---------------------|
| \$5.90 | (5,900,000.00) | (1,000,000) | \$170,000.00 | (6,730,000) |
| 6.40 | (6,400,000.00) | (500,000) | \$170,000.00 | (6,730,000) |
| 6.90 | (6,900,000.00) | 0 | \$170,000.00 | (6,730,000) |
| 7.40 | (7,400,000.00) | 0 | \$170,000.00 | (7,230,000) |
| 7.90 | (7,900,000.00) | 0 | \$170,000.00 | (7,730,000) |

La venta de opciones mejora el perfil de compra o venta de dólares, pero como debe quedar claro de los ejemplos anteriores, la venta de opciones deja las posiciones cambiarias descubiertas.

En el caso del importador se observa, por ejemplo, que el riesgo de un alza brusca en el tipo de cambio sigue presente. En el caso del exportador también se observa que se continúa corriendo riesgo, en este caso la exposición es a la baja.

Una operación de rango de compra, es una operación en la que se fija el rango mínimo y máximo de compra de dólares a futuro.

Como podrá intuirse las operaciones de rango de compra se construyen comprando un Call (Fija el precio máximo) y vendiendo un Put (fija el mínimo).

La diferencia entre estas operaciones y la sola compra de un Call es en el precio de cobertura, en las operaciones de rango el costo de cobertura es menor.

Las bandas de operación pueden fijarse a cualquier nivel, la amplitud y la colocación de la banda (donde se ponga el máximo y mínimo) determinarán la prima a pagar o cobrar.

Pongamos un ejemplo para dejar esto más claro.

Supongamos que se tiene una deuda de un millón de dólares a liquidar en tres meses. Dados los flujos de la empresa es necesario que el precio máximo de compra sea de \$7.30, el mínimo se desea fijar a un precio alto, de tal manera que la cobertura sea barata.

Una posible combinación sería:

la compra de un CALL con precio de ejercicio de \$7.30 y prima de \$0.3160 y simultáneamente, la venta de un PUT con precio de ejercicio de \$6.90 y prima de \$0.1556. El costo total de cobertura es \$0.1604, es decir, \$0.3160-0.1556.

| Precio del dólar | Pago hecho por la compra en \$ | Pérdida/Ganancia opciones | Costo de la Cobertura | Pago total por los dólares |
|------------------|--------------------------------|---------------------------|-----------------------|----------------------------|
| \$6.00 | (\$6,000,000) | (\$900,000) | (\$160,400) | (\$7,060,040) |
| 6.70 | (\$6,700,000) | (\$200,000) | (\$160,400) | (\$7,060,040) |
| 6.90 | (\$6,900,000) | 0 | (\$160,400) | (\$7,060,040) |
| 7.10 | (\$7,100,000) | 0 | (\$160,400) | (\$7,260,040) |
| 7.30 | (\$7,300,000) | 0 | (\$160,400) | (\$7,460,040) |
| 7.50 | (\$7,500,000) | (\$200,000) | (\$160,400) | (\$7,460,040) |
| 8.20 | (\$8,500,000) | (\$900,000) | (\$160,400) | (\$7,460,040) |

El caso de un exportador que quiere tener mayor certeza sobre el precio de venta de un millón de dólares que recibirá en 60 días puede verse como una operación de rango de venta.

Supóngase que el exportador no está dispuesto a vender sus dólares en menos de \$7.00, a cambio está dispuesto a ceder cualquier depreciación por encima de \$7.40.

Para obtener un rango de operación para el tipo de cambio compraría un PUT con precio de ejercicio \$7.00 y prima de \$0.2482, y simultáneamente, vendería un CALL con precio de ejercicio \$7.40 y prima \$0.1505.

El precio total de cobertura sería \$0.0977, es decir \$0.2482 - \$0.1505.

| Precio del dólar | Ingreso por venta de dólares en \$ | Pérdida/Ganancia opciones | Costo de la Cobertura | Pago total por los dólares |
|------------------|------------------------------------|---------------------------|-----------------------|----------------------------|
| \$6.60 | \$6,600,000 | (\$900,000) | (\$97,700) | (\$6,902,300) |
| 6.80 | \$6,800,000 | (\$200,000) | (\$97,700) | (\$6,902,300) |
| 7.00 | \$7,000,000 | 0 | (\$97,700) | (\$6,902,300) |
| 7.20 | \$7,200,000 | 0 | (\$97,700) | (\$7,102,300) |
| 7.40 | \$7,400,000 | 0 | (\$97,700) | (\$7,302,300) |
| 7.60 | \$7,600,000 | (\$200,000) | (\$97,700) | (\$7,302,300) |
| 7.80 | \$7,800,000 | (\$900,000) | (\$97,700) | (\$7,302,300) |

El costo de las operaciones de rango depende, como ya se dijo, del ancho de la banda y el nivel al que se fije el máximo y/o mínimo.

El costo de crear una banda puede ser tan bajo como cero.

Otros factores que influyen en los costos de generar una banda son los diferenciales de tasas de interés entre el dólar y el peso y la volatilidad esperada del tipo de cambio.

En conclusión , entre las distintas oportunidades que ofrece la operación con opciones de tipo de cambio debemos considerar la posibilidad de fijar bandas para el precio futuro del dólar. Estas operaciones permitirán a sus usuarios medir y controlar los riesgos a los que están expuestos a un costo razonable.

CAPITULO 5

MARCO LEGAL Y FISCAL

5.1 MARCO FISCAL

De conformidad con la Circular 21/95 de Banco de México y de acuerdo a lo dispuesto en la Ley del Impuesto Sobre la Renta y la resolución Miscelánea en vigor hasta el 31 de marzo de 1996, las operaciones a Futuro referidas a Divisas se consideran Operaciones Financieras Derivadas de Capital, teniendo en consecuencia el siguiente tratamiento fiscal:¹

| INSTRUMENTO DE INVERSION | TIPO DE INVERSIONISTA | | |
|-----------------------------------|-----------------------|------------------|---------------|
| | Persona Física | Personas Morales | Extranjeras |
| FORWARDS DE DIVISAS) | 15% (a) | Sin retención | Sin retención |
| OPCIONES DE TIPO DE CAMBIO | 15% (a) | Sin retención | Sin retención |

(a) No habrá retención del 15% , cuando una operación se liquide en especie con la entrega de divisas, ya que se considerará que las divisas objeto de la operación se enajenaron o se adquirieron, según sea el caso, al precio percibido o pagado en la liquidación, adicionado con la cantidad inicial que se haya pagado o percibido por la celebración de dicha operación.

Nota:1.TODAS LAS OPERACIONES FINANCIERAS DERIVADAS MENCIONADAS ESTAN EXCENTAS DEL PAGO DE I.V.A (15%).

NOTA: La aplicación del régimen fiscal se va a dar únicamente en el caso de la novación y al momento en que se realice la liquidación.

¹ Banco de México, Circular 21/95, 1995.

5.2 MARCO LEGAL

Las operaciones de Opciones de Compra-Venta de Dólares se regularán por la Circular 21/95 emitida el 7 de marzo de 1995 por Banco de México y adicionalmente por las disposiciones contenidas en la propia Ley.

Definiciones y Descripciones Legales

Con el fin de homogeneizar y estandarizar los conceptos que se utilizan en toda operación de Opciones de Compra-Venta de Dólares, se definen los siguientes:

INTERMEDIARIO

Son las Instituciones de Crédito que obtengan autorización por escrito del Banco de México para actuar con tal carácter en los mercados a que se refiere la Compra-Venta de Dólares.

PARTICIPANTE

Son las personas físicas y morales, nacionales y extranjeras. Las Instituciones de Crédito que no sean intermediarios, Casas de Bolsa y Casas de Cambio, podrán actuar como participantes únicamente cuando cuenten con la autorización por escrito de la Gerencia de Disposiciones al Sistema Financiero del Banco de México para actuar con tal carácter.

DOLAR

Es la moneda de curso legal de los Estados Unidos de América.

DIAS HABLES BANCARIOS

Son aquéllos en que las Instituciones y los bancos del exterior se encuentren abiertos para realizar operaciones en la Ciudad de México, Distrito Federal y en la Ciudad de Nueva York, E.E.U.U, respectivamente.

TIPO DE CAMBIO PACTADO.

Es aquél que los intermediarios convengan con su contraparte para liquidar sus Operaciones de Opciones de Compra-Venta de Dólares.

FECHA DE LIQUIDACION

Es el Día Hábil Bancario en el cuál se realizará la entrega de los Dólares y el contravalor en moneda nacional correspondiente a una operación.

OPERACIONES DE COMPRA -VENTA DE DOLARES

Son las operaciones de compra-venta de dólares contra moneda nacional en las que se concerte que la Fecha de Liquidación ocurrirá en un plazo superior a dos Días Hábiles Bancarios contados a partir de su fecha de concertación.

OPCIONES DE VENTA DE DOLARES

A las operaciones en virtud de las cuáles, una de las partes , denominada comprador de la Opción , tiene el derecho de vender dólares a su contraparte, denominada vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una fecha de ejercicio y al tipo de cambio pactado previamente acordados.

OPCIONES DE COMPRA DE DOLARES

A las operaciones en virtud de las cuáles una de las partes, denominada comprador de la opción, tiene el derecho de comprar dólares de su contraparte, denominada vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una fecha de ejercicio y al tipo de cambio pactado previamente acordados.

FECHA DE EJERCICIO

Al día o días en los cuáles el comprador de la Opción se encuentra facultado a ejercer derecho de comprar o vender, según corresponda, dólares a su contraparte.

La fecha de ejercicio podrá consistir en una fecha específica o en una serie de días hábiles bancarios consecutivos o separados.

Ninguna Opción de compra o venta de dólares podrá tener una fecha de ejercicio que sea anterior al segundo día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de concertación de la operación. •

MONTO DE REFERENCIA

Es el monto de la operación en dólares pactado por las partes.

DELTA DEL PLAZO

Mide la sensibilidad del valor de la Opción ante variaciones muy pequeñas del tipo de cambio.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

Como se expuso al principio del presente trabajo el objetivo fue dar una amplia perspectiva de las oportunidades que ofrece el mercado de futuros y opciones en México, tanto para los inversionistas como para los empresarios.

El continuo desarrollo que han mostrado los mercados internacionales, hace que México no se pueda quedar rezagado en cuanto a los nuevos instrumentos financieros que van surgiendo.

Sin embargo es muy lamentable que la mayoría de los empresarios, profesionistas, catedráticos, inversionistas e incluso funcionarios de Bancos y Casas de Bolsa no tengan un pleno conocimiento de cómo está constituido este mercado en México, de cómo opera, quienes son los participantes, qué beneficios tiene y como está regulado.

A pesar de que en países como Estados Unidos de Norteamérica el mercado de futuros tiene ya más de 100 años operando de manera reglamentada, el mercado mexicano presenta ahora las condiciones necesarias para poder desarrollar ampliamente el mismo.

Desgraciadamente la situación económica que hemos tenido en México desde hace más de tres sexenios había impedido que el Sistema Financiero Mexicano alcanzara un grado de madurez y de estabilidad suficiente como para poder dar acceso a nuevos mercados y productos.

Nuestro país ha estado más preocupado por subsistir económicamente hablando, que por estar a la vanguardia en productos financieros y saliendo adelante de innumerables crisis provocadas por sus peores enemigos, sus gobernantes.

Los errores que han hundido a este país se han pagado muy caro, el cierre de fronteras de los setentas, la nacionalización de la banca de los ochentas, el error de diciembre de los noventas han dejado un país prácticamente en la ruina, con una deuda externa impagable, sin clase media y con un 85% de la población en la pobreza, según datos de junio de 1996 del Banco Mundial.

La falta de valores tanto intelectuales como morales, la corrupción, y la impunidad han hecho que la crisis actual no sólo sea económica, sino política, social y la peor de todas moral.

Sin embargo, algunos aciertos han hecho que México, no se hunda, debemos reconocer que así como existen el Milagro Japonés y los Tigres de Oriente, México ha logrado salir adelante a pesar de su gobierno y de su pueblo indiferente.

En la actualidad tenemos un modelo económico que está siguiendo una Política Fiscal Fuerte.

Se recibió un paquete de rescate por parte del gobierno del presidente William Clinton, no de los E.U.A., (cabe recordar que el Congreso Norteamericano negó el préstamo, pero que fue otorgado en base a una facultad exclusiva del Ejecutivo de los Estados Unidos).

Con el paquete de rescate de 40,000 millones de dólares, se pagaron los vencimientos de Tesobonos que se tenían pendientes de liquidar.

Con esto se logró que el país no se declarara en moratoria y que los inversionistas no huyeran despavoridos.

Se tomaron medidas muy duras, que afectaron directamente a la población.

-Aumentaron la tasa impositiva del I.V.A. para descincentivar el consumo y evitar que la inflación se disparara.

-Se dejó el tipo de cambio libre.

-Se trata de mantener un superávit en la Balanza Comercial apoyando las exportaciones.

-Incentivar las inversiones extranjeras

-Ampliar la base gravable, es decir, que más gente pague impuestos.

-Desregulación administrativa

-Se busca generar empleos y un crecimiento en 1996 del 4%, así como llegar a una inflación anual del 20%.

A pesar del costo que ha tenido el actual modelo económico y que ha sido muy cuestionado, parece que se alcanzan algunos momentos de estabilidad económica, muy convenientes sobre todo para nuestros principales socios comerciales de América del Norte y se vislumbra un horizonte más positivo.

Durante el desarrollo del presente trabajo vimos a grandes rasgos cuáles son los principales indicadores económicos que mueven el Sistema Financiero Mundial.

Así como cuáles son las variables que mueven la economía de nuestro país para poder entender un poco más el porqué no tenemos una moneda fuerte, una estabilidad inflacionaria o porqué tenemos un crecimiento negativo.

Asimismo para darnos cuenta porqué son tan importantes indicadores económicos como el Producto Interno Bruto, la Inflación y la Balanza Comercial para la estabilidad del mercado financiero.

En la actualidad tenemos un modelo económico que está siguiendo una Política Fiscal Fuerte.

Se recibió un paquete de rescate por parte del gobierno del presidente William Clinton, no de los E.U.A., (cabe recordar que el Congreso Norteamericano negó el préstamo, pero que fue otorgado en base a una facultad exclusiva del Ejecutivo de los Estados Unidos).

Con el paquete de rescate de 40,000 millones de dólares, se pagaron los vencimientos de Tesobonos que se tenían pendientes de liquidar.

Con esto se logró que el país no se declarara en moratoria y que los inversionistas no huyeran despavoridos.

Se tomaron medidas muy duras, que afectaron directamente a la población

-Aumentaron la tasa impositiva del I.V.A. para descincentivar el consumo y evitar que la inflación se disparara.

-Se dejó el tipo de cambio libre.

-Se trata de mantener un superávit en la Balanza Comercial apoyando las exportaciones.

-Incentivar las inversiones extranjeras

-Ampliar la base gravable, es decir, que más gente pague impuestos.

-Desregulación administrativa

-Se busca generar empleos y un crecimiento en 1996 del 4%, así como llegar a una inflación anual del 20%.

A pesar del costo que ha tenido el actual modelo económico y que ha sido muy cuestionado, parece que se alcanzan algunos momentos de estabilidad económica, muy convenientes sobre todo para nuestros principales socios comerciales de América del Norte y se vislumbra un horizonte más positivo.

Durante el desarrollo del presente trabajo vimos a grandes rasgos cuáles son los principales indicadores económicos que mueven el Sistema Financiero Mundial.

Así como cuáles son las variables que mueven la economía de nuestro país para poder entender un poco más el porqué no tenemos una moneda fuerte, una estabilidad inflacionaria o porqué tenemos un crecimiento negativo.

Asimismo para darnos cuenta porqué son tan importantes indicadores económicos como el Producto Interno Bruto, la Inflación y la Balanza Comercial para la estabilidad del mercado financiero.

Ahora sabemos que el régimen de tipo de cambio flotante que actualmente tenemos en México, depende de la libre oferta y demanda, sin olvidar las otras variables que determinan la demanda de divisas (importaciones de bienes y servicios, flujos de capital y especulación) ni la oferta (exportaciones de bienes y servicios, repatriación de capital y nuevas inversiones de capital extranjero), como tampoco olvidamos el papel medular de las reservas internacionales que es lo que da fortaleza a nuestra moneda.

En México, las instituciones de crédito se han visto en situaciones difíciles durante los últimos años, debido a que:

-Después del proceso de privatización han tenido que capitalizar sus bancos y hacerlos más eficientes en su funcionamiento.

-Se privatizó a los bancos con ventas de 3 veces su valor en libros debido a las expectativas económicas que se tenían en esos momentos.

-No se vigiló suficientemente el desarrollo de las operaciones y con el movimiento de las tasas se tuvo una cartera vencida que fue muy superior a lo esperado.

-El Tratado de Libre Comercio entre Canadá, EUA y México los ha situado en una posición estratégica para la planeación de su desarrollo y así poder enfrentar la apertura financiera.

La apertura financiera se ha acelerado a partir de los acontecimientos devaluatorios en el mes de diciembre de 1994.

-Su crisis se ha agudizado debido a la difícil situación económica que enfrenta el país, donde la devaluación, inflación y el incremento en las tasas de interés han impactado los balances de los bancos, especialmente en sus posiciones con instrumentos de mercado de dinero y en el rubro de cartera vencida.

Las instituciones generadoras de crédito en nuestro país, se han caracterizado por seguir una línea tradicional en su administración y sobre todo han reaccionado muy lentamente en lo que concierne a los riesgos implícitos en este negocio.

En la actualidad los bancos han tenido que recapitalizarse debido a que no han podido recuperar la inversión inicial que hicieron para su compra.

Han realizado reestructuraciones, reducción de costos y gastos operativos e incluso para poder cubrir el requisito mínimo de capitalización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores recurren a fusiones con Bancos Extranjeros para evitar entrar a programas de capitalización del gobierno como el FOBAPROA o evitar ser intervenidos.

Ahora sabemos que el régimen de tipo de cambio flotante que actualmente tenemos en México, depende de la libre oferta y demanda , sin olvidar las otras variables que determinan la demanda de divisas (importaciones de bienes y servicios, flujos de capital y especulación) ni la oferta (exportaciones de bienes y servicios, repatriación de capital y nuevas inversiones de capital extranjero), como tampoco olvidamos el papel medular de las reservas internacionales que es lo que da fortaleza a nuestra moneda.

En México, las instituciones de crédito se han visto en situaciones difíciles durante los últimos años, debido a que:

-Después del proceso de privatización han tenido que capitalizar sus bancos y hacerlos más eficientes en su funcionamiento.

-Se privatizó a los bancos con ventas de 3 veces su valor en libros debido a las expectativas económicas que se tenían en esos momentos.

-No se vigiló suficientemente el desarrollo de las operaciones y con el movimiento de las tasas se tuvo una cartera vencida que fue muy superior a lo esperado.

-El Tratado de Libre Comercio entre Canadá,EUA y México los ha situado en una posición estratégica para la planeación de su desarrollo y así poder enfrentar la apertura financiera.

La apertura financiera se ha acelerado a partir de los acontecimientos devaluatorios en el mes de diciembre de 1994.

-Su crisis se ha agudizado debido a la difícil situación económica que enfrenta el país, donde la devaluación, inflación y el incremento en las tasas de interés han impactado los balances de los bancos, especialmente en sus posiciones con instrumentos de mercado de dinero y en el rubro de cartera vencida.

Las instituciones generadoras de crédito en nuestro país, se han caracterizado por seguir una línea tradicional en su administración y sobre todo han reaccionado muy lentamente en lo que concierne a los riesgos implícitos en este negocio.

En la actualidad los bancos han tenido que recapitalizarse debido a que no han podido recuperar la inversión inicial que hicieron para su compra.

Han realizado reestructuraciones ,reducción de costos y gastos operativos e incluso para poder cubrir el requisito mínimo de capitalización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores recurren a fusiones con Bancos Extranjeros para evitar entrar a programas de capitalización del gobierno como el FOBAPROA o evitar ser intervenidos.

Las empresas se encuentran inmersas en un medio ambiente más competitivo caracterizado por transformaciones constantes, por lo que el contar con un mayor número de elementos que les permitan afrontarlas es un requisito indispensable para mantener su competitividad ante la apertura económica.

Los futuros surgen como una respuesta a las necesidades de los agentes económicos que, al enfrentar un medio ambiente incierto, buscan mecanismos para asegurar sus flujos monetarios.

Mucho se ha cuestionado que el Mercado de Futuros es un espacio para especuladores en lucha por desestabilizar los precios; pero estos mercados se desarrollaron con el propósito de satisfacer las necesidades de administradores de riesgos, no las de especuladores y al contrario de lo que se piensa propician la estabilidad de precios y la competencia.

El mercado de futuros permite a los participantes realizar planeaciones en base a precios futuros establecidos en el presente.

Al poder realizar cotizaciones en un piso de remates y determinar los precios de contratos de futuros, los participantes de hecho están teniendo un consenso respecto a los precios del mercado en el que están cotizando eventos futuros.

Es bien sabido que aunque los futuros de los precios y cotizaciones muestran errores respecto a las cotizaciones futuras, también es cierto que son los mejores pronósticos disponibles.

De hecho sufren cambios sólo por noticias importantes o eventos extraordinarios que no se pueden contemplar, es por eso que los futuros son una excelente base para realizar planeaciones o para cubrirse contra eventos futuros.

Los mercados de futuros fomentan la estabilidad de precios, debido a que tanto los inversionistas como los especuladores buscan instrumentos cuyos precios son altamente volátiles, porque son con los instrumentos en que más se pueden obtener ganancias o pérdidas.

Los especuladores juegan un papel importante debido a que inyectan la liquidez que necesita el mercado y que los inversionistas no podrían aportar.

También son quienes dan equilibrio al mercado, porque cuando ellos consideran que un producto o instrumento financiero está sobrevaluado, venden mucho de él para bajar su precio y a la inversa cuando creen que un producto o instrumento financiero está subvaluado demandan más para que su precio suba, esto es benéfico debido a que contribuye al equilibrio de precios.

Es un mercado que se mantiene en equilibrio debido a que existen inversionistas o especuladores que quieren evitar el riesgo de que algún instrumento vaya a la baja, entonces puede encontrar otro que piense que irá al alza y por lo tanto siempre hay forma de cubrir el riesgo que desea el inversionista.

En México se han logrado importantes avances tendientes a fortalecer el mercado bursátil y financiero, por lo que finalmente después de varios años de deliberación se iniciaron las operaciones del Mercado de Futuros con las siguientes operaciones:

-Compra-Venta de Dólares a Futuro contra Moneda Nacional (Forwards)

-Compra-Venta de Futuros sobre Tasas de Intereses Nominales y sobre el Nivel del Índice Nacional de Precios al Consumidor

-Compra-Venta de Opciones de Compra u Opciones de Venta

-Warrants sobre acciones

-Swaps

Entre las ventajas que ofrece este mercado a las instituciones financieras se encuentran:

-Eliminar los riesgos generados por posesiones de activos cuyo precio está íntimamente ligado a las tasas de interés.

-Fortalecer la planeación de las empresas al conocer con anterioridad los costos en que incurrirá al financiarse, en las tasas de interés entre los diferentes participantes del mercado así como reflejar en forma eficiente las expectativas respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés.

-Lograr una administración de riesgos más eficiente, sobre todo en cuanto a los movimientos del tipo de cambio que son tan importantes para la planeación y la inversión.

-Se obtienen utilidades muy importantes en este tipo de operaciones a pesar de que no se cobran comisiones, se obtienen utilidades con las primas y generalmente gana tanto el cliente como el intermediario.

Principales beneficios para los inversionistas:

Los participantes en cualquier mercado financiero tienen distintas necesidades de inversión, que dependen entre otras cosas de la posición de riesgo-rendimiento que requieren y de sus perspectivas sobre estos mercados.

La manera de obtener rendimientos positivos en los instrumentos bursátiles primarios es comprando barato y vendiendo caro, es decir, siguiendo los movimientos de los mercados y realizando compras y ventas en los momentos adecuados. Sin embargo la posibilidad de pérdida total está latente en todo momento.

Los instrumentos derivados permiten participar en los mercados de manera más flexible ya que con ellos se puede invertir a partir de una expectativa de mercado sin tener una idea clara del sentido de los movimientos pero muy clara de la tendencia que sigue el mercado y ofrece la posibilidad de obtener utilidades en los mercados que van tanto al alza como a la baja, es decir, en todo momento.

El beneficio para cubrirse contra riesgos es mejor, ya que las coberturas cambiarias son muy caras por la prima que cobran los intermediarios y de hecho, tienden a desaparecer debido a que con las opciones sobre el tipo de cambio se pueden establecer figuras de cobertura mucho más baratas y con mayores utilidades.

Actualmente el número de operaciones de coberturas cambiarias ha disminuido notablemente y se ha registrado un gran aumento de operaciones de opciones sobre el tipo de cambio.

En Operadora de Bolsa Serfin, las operaciones de cobertura cambiaria han bajado hasta 12 por semana, en cambio en las opciones sobre el tipo de cambio se registran aproximadamente 5 operaciones diarias en promedio.

Tanto personas físicas como personas morales han obtenido ganancias muy importantes en estas operaciones, no sólo logran cubrirse del riesgo cambiario, sino que muchas empresas incluso llegaron a obtener más utilidades con estas operaciones que con sus ventas a finales de 1995.

El beneficio para los exportadores es excelente, debido a que pueden cubrir sus adeudos pactando el tipo de cambio que ellos consideran va a estar en el futuro y que tienen capital para soportarlo y cuando llega el vencimiento se encuentran con que el tipo fue menor y obtuvieron el diferencial de utilidad.

Finalmente podemos decir como conclusión general que el mercado de futuros y opciones es una excelente alternativa tanto para cubrir riesgo como para invertir.

Lamentablemente falta mucha promoción, nos damos cuenta incluso con los mismos ejecutivos de cuenta a los que les damos cursos sobre derivados, que cuestionan mucho su eficiencia, por lo tanto mucho más los clientes.

Esto es debido a que no es un mercado muy fácil de entender, pero afortunadamente una vez que se comprenden los conceptos, las formas de operación y sobre todo las utilidades que se obtienen en estas operaciones los inversionistas se interesan más por este mercado prácticamente nuevo en México.

Personalmente pienso que este mercado tiene grandes expectativas en México, apenas se empiezan a operar algunos instrumentos y como nos dijera alguna vez un especialista de futuros llamado Bill Parnell en un curso, los extranjeros ven con desesperación como un mercado prácticamente virgen en el que , como en su país se mueven sumas multimillonarias de dinero, es la alternativa no sólo para inversionistas sino para generar ingresos para un país que los necesita y en el que se pueden encontrar grandes oportunidades de desarrollo.

También es importante señalar que mucho dependerá de la estabilidad económica de México, pienso que se deben realizar algunas acciones para lograrla como:

-Buscar una desregulación de la economía productiva nacional, es decir, eliminar trámites burocráticos para la inversión tanto nacional como extranjera.

-Establecer una tasa separada de I.S.R. (Impuesto sobre la Renta) para grandes ,medianas y pequeñas empresas, que son éstas últimas las que dan los empleos a nuestro país y no las grandes corporaciones.

-Racionalizar los subsidios que mantiene el gobierno en rubros que pueden ser privatizados.

-Eliminar el Impuesto al Activo, ya que se pueden seguir obteniendo impuestos por otras vías.

-Disminuir el I.V.A para incentivar el consumo y obtener impuestos vía I.S.R. de las empresas que aumentarán sus ventas.

-La Política Fiscal debe ser fuerte, pero no debe olvidar que su último objetivo es el crecimiento y la generación de empleo, sin ellos de nada sirve tener inflación de un dígito o un superávit en la balanza comercial, si no llega el bienestar a los bolsillos de la población.

Será muy importante la difusión que le den tanto las autoridades reguladoras, como los mismos intermediarios financieros e incluso las universidades y centros educativos para generar una cultura financiera más amplia que redunde no solo en gente más y mejor preparada, sino en más y mejores inversionistas.

A diario vemos gente que decide arriesgar su vida por ir a trabajar a los E.U.A., esa es la más felicitante prueba de que el mexicano es trabajador y de que lo único que necesita es que le den empleo, de un país que tiene todo lo necesario para ser, y que estoy seguro, algún día será de primer mundo.

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- Aliber Robert Z, "The International Money Game", Basic Books, Inc, 1990, EUA.
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, Boletín Informativo, 1995.
- Aspe Armella Pedro, "Discurso pronunciado en la VI Reunión Nacional de la Banca", Ixtapa Guerrero, Agosto de 1990, Publicado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- Características del Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo en México, BANCO DE MEXICO, Circular 2019/95, 1995.
- Carstens Agustín, "The Mexican Money Market: a Major Market for the 1990's, Business México, 1993.
- Carstens Carstens, "A Study of the Mexican Peso Forward Exchange Market, University of Chicago, Department of Economics, Chicago Illinois, 1993, EUA.
- Chicago Board of Trade, Commodity Trading Manual, Chicago Illinois, 1990, EUA.
- Dennis G. Uyemura, Donal Van Deventer "Financial Risk Management in Banking", Ed. Banker Publishing Company, Chicago, Illinois 1993.
- Díaz Mata Alfredo, "Invierta en la Bolsa", Grupo Editorial Iberoamericana, México, 1990.
- Downes John and Jordan Elliot Goodman, Dictionary of Finance and Investment Terms, Ed. Barrons, Financial Guides, Hauppauge, New York, 1991.
- Duffy Gunter, Ian H. Giddy, "Cases in International Finance", Ed. Addison Wesley Publishing Co, New York, EUA, 1995.
- El Banco de México Circular 67/94 referente a la operación de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre el nivel del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)
- El Mercado de Valores Mexicano, Folleto de Divulgación Bolsa Mexicana de Valores. Instituto Mexicano del Mercado de Valores, México, 1996.
- El Salón de Remates y sus Operaciones. Bolsa Mexicana de Valores. Instituto del Mercado de Valores, México, 1995.
- Fabozzi Frank, "The Handbook of Mortgage Backed Securities", Ed. Probus Publishing Company, 3rd. Ed., Chicago Illinois, 1994.

- Figlewski Stephen, William L. Silber, "Financial Options from Theory to Practice", Ed. New York University, New York, 1990.
- Fink E. Robert, Feduniak B, "Futures Trading, Concepts and Strategies" New York Institute of Finance, Ed. Prentice Hall, New York, 1993.
- Frenkel Jacob A, Harry G. Johnson, "The Economics of Exchange Rates", Ed. Addison Wesley Publishing Co, New York, EUA.
- Genberg Hans, "The European Monetary System", Ed. North Holland Publishing Co, 1995. EUA
- González Aréchiga Bernardo, Bolsa Mexicana de Valores, Boletín Informativo, 1995.
- Hirscheleifer Jack, "Teoría de Precios y sus Aplicaciones", Ed. Prentice Hall, UCLA, EUA, 1992.
- Hull C. John, Options, Futures and other Derivative Securities, University of Toronto, Ed. Prentice Hall, New Jersey, 1991.
- Kane Daniel R, "Principles of International Finance", Ed. Croom Helm, 1991, England.
- Labuszewski John, Nyhoff John, "Trading Financial Futures, Markets, Methods, Strategies and Tactis", Ed. John Wiley & Sons, Inc. 1992.
- La Bolsa Mexicana de Valores, Instituto Mexicano del Mercado de Valores, México, 1994.
- Ley del Mercado de Valores y Ley de Sociedades de Inversión. Comisión Nacional Bancaria y de Valores, México, 16a. Ed. México, 1996.
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Art. 259, México, 1996.
- Ley Orgánica del Banco de México, Diario Oficial de la Federación del día 31 de Diciembre de 1984.
- Ley para Regular las agrupaciones Financieras. Publicada en el Diario Oficial de la Federación del 18 de julio de 1990.
- Mansell Carsten Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 2da. Reimpresión, 1993, México.
- Martínez Victor Manuel, "Notas sobre el curso de Mercado de Dinero", UAM, 1991.

- McMillan Lawrence, "Options as a Strategic Investment", New York Institute of Finance, New York, EUA, 1990.
- Meulendyke Ann Marie, "U.S. Monetary Policy and Financial Markets", Federal Reserve Bank of New York, 1989
- Mishkin Frederic, "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Ed. Scott Foresman, 2da. Edición, 1995.
- Núñez Estrada Héctor Rogelio, "Mercado de Dinero y Capitales", Ed. Pac, S.A. de C.V. 1993.
- Oberhofer George, "Rate Risk Management", Ed. Probus Publishing Co, New York, 1993.
- Parnell William "Operación del Mercado de Futuros", Material del curso impartido en el Centro Educativo del Mercado de Valores para las Casas de Bolsa, 1996, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994 Publicado en el Diario Oficial de la Federación.
- Powers Mark, "Inside the Financial Futures Markets", Ed. John Wiley & Sons, New York, 1995, EUA.
- "Productos Derivados", Material de apoyo del curso sobre Productos Derivados, Operadora de Bolsa Serfin, S.A. México, 1996.
- Riehl Heinz, "Mercados de Divisas y Mercados de Dinero", Ed. Mc Graw-Hill Inc, 1990.
- Stone Charles, Zissu Ann, "Assett Securitization , Theory and Practice, Ed. Euromoney Publications, PLC., London, England, 1991.
- Villarruel A y Medina Héctor, "Mercado de Valores, Material de Práctica Bursátiles, México, 1992.
- Walsmley Julina, "The New Financial Instruments", Ed. John Wiley & Sons, 1994, New York.
- Wonnacott Paul, ECONOMIA, Ed. Mc Graw-Hill, Nueva York, E.U.A., 1990, 10a. Ed.
- Zweig Phillip, "The Assett Securitization Handbook", Ed. Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1990.

- McMillan Lawrence, "Options as a Strategic Investment", New York Institute of Finance, New York, EUA, 1990.
- Meulendyke Ann Marie, "U.S. Monetary Policy and Financial Markets", Federal Reserve Bank of New York, 1989
- Mishkin Frederic, "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Ed. Scott Foresman, 2da. Edición, 1995.
- Núñez Estrada Héctor Rogelio, "Mercado de Dinero y Capitales", Ed. Pac, S.A. de C.V. 1993.
- Oberhofer George, "Rate Risk Management", Ed. Probus Publishing Co, New York, 1993.
- Parnell William "Operación del Mercado de Futuros", Material del curso impartido en el Centro Educativo del Mercado de Valores para las Casas de Bolsa, 1996, Bolsa Mexicana de Valores, México.
- Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994 Publicado en el Diario Oficial de la Federación.
- Powers Mark, "Inside the Financial Futures Markets", Ed. John Wiley & Sons, New York, 1995, EUA.
- "Productos Derivados", Material de apoyo del curso sobre Productos Derivados, Operadora de Bolsa Serfin, S.A. México, 1996.
- Riehl Heinz, "Mercados de Divisas y Mercados de Dinero", Ed. Mc Graw-Hill Inc, 1990.
- Stone Charles, Zissu Ann, "Assett Securization, Theory and Practice, Ed. Euronmoney Publications, PLC., London, england, 1991.
- Villarruel A y Medina Héctor, "Mercado de Valores, Material de Práctica Bursátiles, México, 1992.
- Walsmley Julina, "The New Financial Instruments", Ed. John Wiley & Sons, 1994, New York.
- Wonnacott Paul, ECONOMIA, Ed. Mc Graw-Hill, Nueva York, E.U.A., 1990, 10a. Ed.
- Zweig Phillip, "The Assett Securization Handbook", Ed. Dow Jones-Irwin Homewood, Illinois, 1990.

ANEXOS

BANCO DE MEXICO

"M.54. MERCADOS DE COMPRAVENTA DE DOLARES A FUTURO Y DE OPCIONES DE COMPRA Y VENTA DE DOLARES.

Previo a la celebración de las operaciones a que se refiere el presente numeral, las instituciones deberán evaluar, por conducto de las áreas correspondientes, que sus contrapartes satisfagan los requisitos crediticios necesarios.

M.54.1 Para fines de brevedad en M.54. se entenderá por:

Intermediario(s) a las instituciones que obtengan autorización por escrito del Banco de México para actuar con tal carácter en los mercados a que se refiere M.54.

Participante(s) a las personas físicas y morales, nacionales y extranjeras.

Las instituciones de crédito que no sean Intermediarios, casas de bolsa y casas de cambio podrán actuar como Participantes únicamente cuando cuenten con autorización por escrito de la Gerencia de Disposiciones al Sistema Financiero del Banco de México para actuar con tal carácter.

Dólar(es) a la moneda de curso legal de los Estados Unidos de América.

Días Hábiles Bancarios aquéllos en que las instituciones y los bancos del exterior se encuentren abiertos para realizar operaciones en la Ciudad de México, Distrito Federal y en la Ciudad de Nueva York, Nueva York, E.E.U.U.A., respectivamente.

Tipo de Cambio Pactado aquél que los Intermediarios convengan con su contraparte para liquidar una Operación de Compraventa de Dólares a Futuro o una



BANCO DE MEXICO

Opción de Compra o Venta de Dólares

Fecha de Liquidación al Día Hábil Bancario en el cual se realizará la entrega de los Dólares y el contravalor en moneda nacional correspondiente a una operación.

Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro

a las operaciones de compraventa de Dólares contra moneda nacional en las que se concierte que la Fecha de Liquidación ocurrirá en un plazo superior a dos Días Hábiles Bancarios contados a partir de su fecha de concertación.

Opciones de Venta de Dólares

a las operaciones en virtud de las cuales una de las partes, denominada Comprador de la Opción, tiene el derecho de vender Dólares a su contraparte, denominada Vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una Fecha de Ejercicio y al Tipo de Cambio Pactado previamente acordados.

Opciones de Compra de Dólares

a las operaciones en virtud de las cuales una de las partes, denominada Comprador de la Opción, tiene el derecho de comprar Dólares de su contraparte, denominada Vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una Fecha de Ejercicio y al Tipo de Cambio Pactado previamente acordados.

Fecha de Ejercicio

al día o días en los cuales el Comprador de la Opción se encuentra facultado a ejercer su derecho de comprar o vender, según corresponda, Dólares a su contraparte. La Fecha de Ejercicio podrá consistir en una

CALLE BANERICO, APARTADO NUM. 93 BIS
COL. CENTRO DE LOS CUARENTOS, 06000 MEXICO, D.F.

BANCO DE MEXICO

Opción de Compra o Venta de Dólares

- Fecha de Liquidación** al Día Hábil Bancario en el cual se realizará la entrega de los Dólares y el contravalor en moneda nacional correspondiente a una operación.
- Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro** a las operaciones de compraventa de Dólares: contra moneda nacional en las que se concierte que la Fecha de Liquidación ocurrirá en un plazo superior a dos Días Hábiles Bancarios contados a partir de su fecha de concertación.
- Opciones de Venta de Dólares** a las operaciones en virtud de las cuales una de las partes, denominada Comprador de la Opción, tiene el derecho de vender Dólares a su contraparte, denominada Vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una Fecha de Ejercicio y al Tipo de Cambio Pactado previamente acordados.
- Opciones de Compra de Dólares** a las operaciones en virtud de las cuales una de las partes, denominada Comprador de la Opción, tiene el derecho de comprar Dólares de su contraparte, denominada Vendedor de la Opción, contra moneda nacional, mediante el pago de una prima y en una Fecha de Ejercicio y al Tipo de Cambio Pactado previamente acordados.
- Fecha de Ejercicio** al día o días en los cuales el Comprador de la Opción se encuentra facultado a ejercer su derecho de comprar o vender, según corresponda, Dólares a su contraparte. La Fecha de Ejercicio podrá consistir en una

CAJILLERÍA, APARTADO NUM. 98 B15
CALLE CENTRO, REG. EN LA SECRETARÍA DE ECONOMÍA, D.F.

BANCO DE MEXICO

fecha específica o en una serie de Días Hábiles Bancarios consecutivos o separados. Ninguna Opción de Compra o Venta de Dólares podrá tener una Fecha de Ejercicio que sea anterior al segundo Día Hábil Bancario inmediato siguiente a la fecha de concertación de la operación.

Monto de Referencia al monto de la operación en Dólares pactado por las partes.

M.54.2. AUTORIZACIONES.

Las instituciones interesadas en participar como Intermediarios deberán presentar su solicitud de autorización a la Gerencia de Disposiciones al Sistema Financiero del Banco de México. La autorización será otorgada discrecionalmente una vez que las Instituciones obtengan un dictamen que resulte satisfactorio para el Banco de México, expedido por una empresa de consultoría aprobada por el propio Banco de México, en el que se manifieste que las instituciones cuentan con la capacidad técnica para realizar las operaciones a que se refiere M.54. Dicha autorización tendrá una vigencia de seis meses contados a partir de su otorgamiento, y será renovable por periodos iguales a discreción del Banco de México, una vez satisfechos los requisitos a que alude el presente numeral. La solicitud de renovación deberá ser presentada a la Gerencia de Disposiciones al Sistema Financiero del Banco de México con cuando menos 30 días naturales de anticipación a la fecha de vencimiento de la respectiva autorización.

No podrán celebrar operaciones las instituciones que tengan saldos insolutos derivados de apoyos preventivos recibidos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro, con excepción de aquellos resultantes del Programa de Capitalización Temporal, y que tengan un capital neto inferior al equivalente al 8.5 por ciento de sus activos, ponderados por riesgo en términos de las Reglas para los Requerimientos de Capitalización de Instituciones de Banca Múltiple, publicadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el Diario Oficial de la Federación del 20 de mayo de 1991. Para tal efecto, se calculará el monto del capital neto que las instituciones registren el

CABLE BANKICO, APARTADO MEX. SU EIS
CEN. CENTRO TELECOMUNICACIONES, 06000 MEXICO, D.F.

BANCO DE MEXICO

segunda mes inmediato anterior a aquél en que pretendan realizar las operaciones señaladas.

El Banco de México publicará en el Diario Oficial de la Federación el nombre de los Intermediarios autorizados.

M.54.3. MERCADO DE OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE DOLARES A FUTURO.

M.54.31. Al celebrar Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro, el comprador y el vendedor convendrán el Monto de Referencia, el Tipo de Cambio Pactado, la Fecha de Liquidación y, en su caso, las garantías de pago.

M.54.32. Los Intermediarios deberán pactar con su contraparte que en el preciso momento en que celebren alguna Operación de Compraventa de Dólares a Futuro al amparo del contrato marco a que se refiere M.54.53., (en lo sucesivo la "Operación Concertada") y siempre que tengan vigentes otras Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro celebradas (en lo sucesivo las "Operaciones Previas") en las cuales: a) las partes actúen con carácter Inverso a aquél que tengan en la Operación Concertada y b) la Fecha de Liquidación sea igual a la correspondiente a la Operación Concertada, se extinguirán por novación todas y cada una de las obligaciones a cargo de las partes derivadas de la Operación Concertada y de la Operación Previa, surgiendo las obligaciones correspondientes a una nueva operación, de conformidad con el procedimiento que se describe a continuación:

M.54.32.1 Se seleccionará de entre las Operaciones Previas, aquélla que tenga un Tipo de Cambio Pactado que, restado del Tipo de Cambio Pactado de la Operación Concertada, dé como resultado el valor absoluto mayor.

M.54.32.2 Se extinguirán todas las obligaciones de las partes derivadas de la Operación Concertada y de la Operación Previa seleccionada en M.54.32.1, y surgirán las obligaciones correspondientes a una sola operación (en lo sucesivo la "Operación Nueva") con Fecha de Liquidación igual a la de dichas operaciones y Tipo de Cambio Pactado igual al de la operación cuyo Monto de Referencia sea mayor, así como, en su caso, la obligación referida en M.54.32.3.

BANCO DE MEXICO, APARTADO FRENTE 918
CALLE DE LA CALLES CALLES, D.F.

BANCO DE MEXICO

El Monto de Referencia de la Obligación Nueva será igual al valor absoluto del resultado de restar al Monto de Referencia de la Operación Previa el Monto de Referencia de la Operación Concertada. En la Operación Nueva las partes tendrán el carácter que tenían en la operación extinta cuyo Monto de Referencia fuere mayor.

Cuando los Montos de Referencia de la Operación Previa y de la Operación Concertada sean iguales no surgirá una Operación Nueva. Ello sin perjuicio de la obligación que, en su caso, surja conforme a M.54.32.3.

M.54.32.3

Cuando los Tipos de Cambio Pactados de la Operación Previa y de la Operación Concertada sean diferentes, la parte que haya actuado como vendedor en la operación con el Tipo de Cambio Pactado menor, estará obligada a pagar a su contraparte, en la Fecha de Liquidación que estaba convenida en las operaciones extintas, la cantidad que resulte de multiplicar el Monto de Referencia menor de entre los correspondientes a la Operación Concertada y la Operación Previa por el valor absoluto del resultado de restar el Tipo de Cambio Pactado de la Operación Concertada al Tipo de Cambio Pactado de la Operación Previa. En caso que el Monto de Referencia de ambas operaciones sea igual, éste será multiplicado por el referido valor absoluto.

De manera alternativa, las partes podrán convenir que el cumplimiento de la obligación mencionada en este numeral se lleve a cabo el día hábil inmediato siguiente a la fecha en que la Operación Concertada haya sido pactada, en cuyo caso la cantidad a pagar será el valor presente de la cantidad obtenida conforme al párrafo anterior, aplicando la tasa de interés que las partes convengan, por un periodo igual al número de días pendientes de transcurrir entre el día hábil bancario siguiente a la fecha en que la Operación Concertada haya sido pactada y la Fecha de Liquidación de la operación.

M.54.32.4

El procedimiento antes descrito se repetirá en la medida en que existan Operaciones de Compra-venta de Dólares a Futuro en las cuales las partes actúen con el carácter de compradores y vendedores recíprocos, cuya Fecha de Liquidación sea la misma.

BANCO DE MEXICO

Circular 31/95 (17-III-95)

M.54.33. Los Intermediarios que celebren operaciones conforme a M.54.3, podrán convenir: a) la posibilidad de exigir garantías adicionales durante la vigencia de la operación, y b) que, en caso que el garante no otorgue las garantías suficientes, el Intermediario y su contraparte celebrarán una Operación Concertada en la cual actúen con el carácter inverso a aquél que tengan en la Operación Previa de que se trate, con Fecha de Liquidación y Monto de Referencia iguales a los de dicha Operación Previa y Tipo de Cambio Pactado que se determine conforme al procedimiento que las partes hayan previamente acordado.

M.54.4 MERCADO DE OPCIONES DE COMPRA Y VENTA DE DOLARES.

M.54.41. Al celebrar operaciones de Opciones de Compra de Dólares u Opciones de Venta de Dólares, el Comprador de la Opción y el Vendedor de la Opción convendrán el Monto de Referencia, el Tipo de Cambio Pactado, las Fechas de Ejercicio, el importe de la prima y, en su caso, las garantías de pago.

La Fecha de Liquidación de las Opciones de Compra de Dólares y Venta de Dólares será el segundo Día Hábil Bancario Inmediato siguiente a la Fecha de Ejercicio en que el Comprador de la Opción ejerza su derecho.

El derecho a comprar o vender Dólares, según corresponda, del Comprador de la Opción caducará en caso que no sea ejercido en la última Fecha de Ejercicio pactada para la operación de que se trate.

M.54.42. El Comprador de la Opción pagará al Vendedor la prima correspondiente al segundo Día Hábil Bancario inmediato siguiente a la fecha de concertación de la operación.

M.54.5 DISPOSICIONES GENERALES.M.54.51. LIMITES.

El monto total de la "posición ponderada por riesgo" en Operaciones de Compraventa de Dólares a Futuro y de Opciones de Compra de Dólares y de Venta de Dólares de los Intermediarios, calculada en términos del presente numeral, no podrá ser superior al monto por el cual su capital neto exceda el equivalente al ocho por ciento de sus

BANCO DE MEXICO

activos ponderados por riesgo, de conformidad con las Reglas para los Requerimientos de Capitalización de Instituciones de Banca Múltiple, publicadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el Diario Oficial de la Federación del 20 de mayo de 1991.

El monto del capital neto antes referido será el que los intermediarios registren el segundo mes inmediato anterior a aquél en que las operaciones se realicen. Para efectos de determinar el límite a que se refiera el presente numeral, dicho monto de capital neto será convertido mensualmente a Dólares utilizando el tipo de cambio que la Bolsa Mexicana de Valores publique en el "Movimiento Diario del Mercado de Valores" el último día hábil del mes inmediato anterior a aquél en que se realicen las operaciones.

El monto de la "posición ponderada por riesgo" respecto de Operaciones de Compra y Venta de Dólares a Futuro, será igual al resultado de multiplicar el Monto de Referencia de dichas operaciones por el factor que corresponda según lo previsto en el Anexo 13.

Tratándose de Opciones de Compra de Dólares y Venta de Dólares, la "posición ponderada por riesgo" se calculará de la manera siguiente:

- a) Se multiplicará el Monto de Referencia de la operación por alguna de las cantidades siguientes, según sea el caso:
- (i) por la que se obtenga de aplicar la fórmula denominada "dcall", establecida en el Anexo 12, si dicha Opción es de Compra de Dólares, o
 - (ii) por el valor absoluto del resultado que se obtenga de aplicar la fórmula denominada "dput", establecida en el Anexo 12, si dicha Opción es de Venta de Dólares.
- b) El resultado obtenido en a), según corresponda, se multiplicará por el factor que corresponda según lo previsto en el Anexo 13.

Las cantidades que se deban determinar conforme a las fórmulas denominadas "dcall" y "dput", se ajustarán diariamente conforme a lo previsto en el referido Anexo 12.

BANCO DE MEXICO

M.54.52. GARANTIAS.

Los Intermediarios, en la realización de las operaciones previstas en M.54., podrán recibir en garantía títulos bancarios, derechos derivados de instrumentos de captación bancaria u otro tipo de garantías.

Los Intermediarios en ningún caso podrán recibir en garantía obligaciones subordinadas ni acciones emitidas por entidades financieras o sociedades controladoras de grupos financieros.

M.54.53 DOCUMENTACION.

Las operaciones a que se refiere M.54. se documentarán en contratos marco.

El Monto de Referencia, el Tipo de Cambio Pactado, la Fecha de Liquidación, la Fecha de Ejercicio, la prima y las garantías podrán pactarse a través de cualquiera de las formas que el propio contrato marco establezca, pudiendo ser éstas verbal, escrita, telefónica o a través de cualquier otro medio electrónico, de cómputo o telecomunicación aceptado expresamente por las partes. Lo anterior, siempre que los Intermediarios registren en contabilidad dichas operaciones e invariablemente las confirmen por escrito, telefax, telex, o a través de cualquier otro medio que deje constancia por escrito de la celebración de la operación correspondiente, el mismo día en que la celebren, debiendo asignarle a cada una de éstas un número progresivo que esté relacionado con el número que corresponda al contrato marco.

M.54.54. PROHIBICIONES.

M.54.54.1 Los Intermediarios no podrán cobrar comisiones por la celebración de las operaciones referidas en M.54.3 y M.54.4.

M.54.54.2 Los Intermediarios no podrán celebrar operaciones de las referidas en M.54. con personas físicas que controlen directa o indirectamente el uno por ciento o más de los títulos representativos del capital pagado del propio Intermediario o, en su caso, de la sociedad controladora del grupo financiero al que éste pertenezca o de cualquier sociedad integrante del mismo grupo o de filiales de éstas; ni con los miembros del consejo de administración

CABLE BANXICO, APARTADO P.O. 815
COL. ECATEPEC, GUANAJUATO, GTO. C.P. 37000, GTO.

BANCO DE MEXICO

propietarios o suplentes y demás personas que con su firma puedan obligar al Intermediario o, en su caso, a la citada sociedad controladora o a cualquier sociedad integrante del propio grupo o a filiales de éstas.

M.54.54.3 Tampoco podrán celebrar las citadas operaciones, con sociedades cuya actividad preponderante sea la realización de operaciones a que se refiere M.54, en las que participen con cualquier carácter: a) personas físicas y/o morales que controlen directa o indirectamente el uno por ciento o más de los títulos representativos del capital pagado de entidades financieras del país, sociedades controladoras de grupos financieros o cualquier empresa integrante de grupos financieros, y/o b) miembros del consejo de administración, propietarios o suplentes y demás personas que con su firma puedan obligar a las citadas entidades, sociedades o empresas.

M.54.54.4 No se podrá ceder los derechos u obligaciones derivados de las operaciones a que se refiere M.54.

M.54.55. **SUSPENSION DE LA AUTORIZACION.**

El Banco de México podrá suspender la autorización a que se refiere el numeral M.54.2 a los Intermediarios que se ubiquen en alguno de los supuestos previstos en el segundo párrafo de M.54.2., infrinjan las disposiciones aplicables; que dejen de reunir los requisitos señalados en M.54.2 o, en general, a juicio del propio Banco, realicen operaciones en contravención a sanos usos o prácticas de las operaciones a que se refiere M.54.

Los Intermediarios quedarán sujetos a la suspensión prevista en el párrafo anterior, en aquellos casos en que las personas referidas en el inciso b) del numeral M.54.54.3, vinculadas con ellos, participen en personas morales cuyo objeto preponderante sea la realización de operaciones de las previstas en M.54.

En el evento de que el Banco de México suspenda la autorización de algún Intermediario, dará a conocer tal situación a través del Diario Oficial de la Federación.

Sin perjuicio de lo anterior, el incumplimiento o violación de las disposiciones contenidas en la presente Circular, podrán ser

BANCO DE MEXICO

sancionados en términos del artículo 27 de la Ley del Banco de México."

"M.73.57. INFORMES SOBRE LOS MERCADOS DE COMPRAVENTA DE DOLARES A FUTURO.

A más tardar a las 17:00 horas de todos los días hábiles, los Intermediarios deberán proporcionar a la Gerencia de Control de Disposiciones de Banca Central del Banco de México, información relativa a las características de cada una de las operaciones celebradas conforme a M.54. Esta información deberá ser transmitida de acuerdo con las instrucciones que determine el propio Banco de México.

Lo anterior, sin perjuicio de la obligación de los Intermediarios de proporcionar al Banco de México la información adicional que el propio Banco les requiera."

"M.73.58. ENTREGA DE LA INFORMACION A QUE SE REFEREN M.73.51.3, M.73.61.4, M.73.62 Y M.73.53.

La información a que se refieren M.73.51.3, M.73.51.4, M.73.52 y M.73.53, deberá ser proporcionada por conducto de la Subgerencia de Información para Control de Disposiciones del Banco de México, a través de los medios que éste establezca."

"M.74.3 GASTOS.

El hecho de participar en el Mercado de divisas, de metales preciosos, de coberturas cambiarias de corto plazo, así como en las operaciones a que se refiere M.54., autoriza al Banco de México a efectuar los cargos que, en su caso, correspondan conforme al párrafo anterior, en la cuenta referida en M.71.12.1 que el Banco de México lleve al intermediario de que se trate."

TRANSITORIOS.

1. La presente Circular entrará en vigor el 20 de marzo de 1995.

CABLE BANKICO, APARTADO MAIL 58 015
CGL. CENTRO BILLETES Y CAJAS DE AUTOMATICO. ERICSSON MEXICO S.A.



BANCO DE MEXICO

2. A partir del 20 de marzo de 1995, las Instituciones podrán solicitar la autorización a que alude M.54.2. El Banco de México otorgará una autorización provisional por 90 días naturales contados a partir de la fecha en que la citada solicitud sea presentada, a aquellas instituciones que no se ubiquen en alguno de los supuestos previstos en el segundo párrafo de M.54.2 y que como mínimo cuenten con:

- a) La autorización a que se refiere el numeral M.53.11.;
- b) Dos operadores que sean responsables de las operaciones previstas en M.54.;
- c) Políticas y procedimientos de operación, un resumen de los cuales deberán presentar a la Dirección de Intermediarios Financieros Privados del Banco de México, y
- d) Sistemas en tiempo real que les permitan conocer, controlar y evaluar los riesgos correspondientes.

3. Para efectos de lo dispuesto en el inciso c) de M.11.84. y el segundo párrafo de M.51.2, el Banco de México considera como mercado reconocido al "Chicago Mercantile Exchange", ubicado en la ciudad de Chicago, Illinois, EE.UU.A.

Handwritten initials and scribbles on the left margin.

Atentamente

Handwritten signature of Javier Arrascaeta and a stamp of the Banco de México.

BANCO DE MEXICO

LIC. JAVIER ARRASCAETA
DIRECTOR DE DISPOSICIONES
DE BANCA CENTRAL

ACT. ALONSO GARCÍA TAMÉS
DIRECTOR GENERAL DE OPERACIONES
DE BANCA CENTRAL

Para cualquier consulta sobre el contenido de la presente Circular-Telefax, sírvanse acudir a la Gerencia de Disposiciones al Sistema Financiero, ubicada en la Avenida Cinco de Mayo número 1 (Anexo Guadalupe), Despacho 203, Colonia Centro, teléfonos números 237.2308, 237.2309 y 237.2312, en esta Ciudad de México.

CARTEL-BANCO, APARTADO P.M. 90 BIS