



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES.

CAMPUS ARAGÓN

**CREACIÓN, FUNCIÓN Y EVALUACIÓN DE EL MEXDER
COMO UNA ALTERNATIVA EN LA INGENIERÍA
FINANCIERA MEXICANA.
(MERCADO MEXICANO DE DERIVADOS 1998-2002)**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
TALAVERA CARRASCO FRANCISCO JAVIER**

**ASESOR :
MTRO. JAIME LLANOS MARTINEZ**

MÉXICO

2004





Universidad Nacional
Autónoma de México



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 DIOS, POR PRESTARME LA VIDA
HASTA EL DIA DE HOY, PARA PODER
CUMPLIR CON UNA DE MIS METAS

A MI PADRE, POR ENSEÑARME CON
ESE GRAN AMOR, EL CAMINO DE LA
RECTITUD Y LA SABIDURIA Y POR SU
APOYO INCONDICIONAL PARA PODER
LOGRAR CADA UNA DE MIS METAS.

A MI MADRE, QUE CON SU EJEMPLO DE
CARÁCTER, ME ENSEÑO QUE LO QUE
UNO SE PROPONGA ES POSIBLE
ALCANZARLO Y POR EL HECHO
DE CONFIAR EN MI, MIL GRACIAS

A MI HERMANA, POR SER ESE GRAN
EJEMPLO Y ESE RETO A SEGUIR Y
POR TODAS Y CADA UNA DE
SUS ENSEÑANZAS QUE ME HAN
SERVIDO EN LA VIDA.

A MI UNIVERSIDAD, QUE ES
MI ALMA MATER Y QUE CON SUS
BRAZOS DE ENSEÑANZA ME
COBIJO Y ME DIO LA OPORTUNIDAD.

A PATY, GRACIAS AMOR POR
ESTAR SIEMPRE A MI LADO Y
POR ESE APOYO INCONDICIONAL

A DANIELLI, UNA AMIGA INCONDICIONAL
ALA QUE TAN SOLO ME RESTA DECIR
GRACIAS AMIGA Y DTBM

A UN MAESTRO QUE SIN SERLO
ME ENSEÑO EL CAMINO DE LA
PERFECCION, Y HOY, LO CONSIDERO
UN GRAN AMIGO
GRACIAS, JAIME LLANOS.



INDICE

paginas

INTRODUCCION	1
CAPITULO I LOS DERIVADOS FINANCIEROS.	
1.1 Administración de Riesgos Financieros	3
1.1.1 Diferentes Tipos de Riesgos Financieros	4
1.1.2 Cobertura de Riesgos	6
1.1.3 Aplicación de la Ingeniería a los Riesgos Financieros.....	11
1.2 Naturaleza de los futuros y Opciones	14
1.2.1 Definición de Futuros financieros y características de la Contratación ..	15
1.2.2 Características de la Contratación en un Mercado de Futuros	16
1.2.3 Definición y Tipos de Opciones	16
1.2.4 Posiciones Básicas en los Mercados de Futuros	17
1.2.5 Posiciones Básicas de las Opciones	20
1.2.6 Utilización de las Opciones Financieras	23
1.3 La Opción Como Instrumento de Arbitraje	27
CAPITULO II MARCO TEORICO.	
2.1 El Modelo Keynesiano de Crecimiento Económico	33
2.1.1 Teoría de la Preferencia por la Liquidez	37



2.2 La Globalización Financiera	39
2.2.1 Definición de la Globalización Financiera	40
2.2.2 Características	41
2.2.3 La Globalización Financiera y Su Impacto en las Empresas Mexicanas.....	44

CAPITULO III LA REFORMA FINANCIERA EN MEXICO .

3.1 Objetivos de la Reforma Financiera	47
3.2 La Finanzas en México	55
3.2.1 La Reforma Financiera en México	57
3.3 Efecto de las Tasas de Interés Después de la Reforma Financiera	63
3.3.1 La Inversión Productiva	63
3.3.2 La Inversión en Cartera	64
3.3.3 El Ahorro Interno	65

CAPITULO IV EL MERCADO DE DERIVADOS EN MEXICO. MEXDER.

4.1 Origen y Desarrollo en el Mundo.....	66
4.2 Antecedentes en México	67
4.2.1 Concepto	68
4.2.2 El Objeto social	68
4.2.3 Marco Jurídico	69



4.2.4 Sistema de Operación	70
4.3.Participantes del Mercado	72
4.3.1 Socios Accionistas	72
4.3.2 Tipos de Socios Liquidador Por Cuenta Propia por Cuenta de Terceros. . .	72
4.3.3 Clientes	73
4.4 La Cámara de Compensación y Liquidación (asigna)	75
4.4.1 Estructura Corporativa	78
4.4.2 Marco Regulatorio	78
4.4.3 Regulación Gubernamental	79
4.4.4 Autorregulación	79
4.4.5 Esquema Operativo de Asigna.....	80
4.4.6 Proceso de Compensación y Liquidación	80
4.4.7 Red de Seguridad de Asigna	83
4.4.7 Control de Riesgos	84
4.5 Instrumentos del Mexder	85
4.5.1 Condiciones Generales de la Contratación	86
4.5.2 Contratos de Futuros del IPC	90
4.5.3 Contratos de Futuros de CETE a 91 Días	91
4.5.4 Contratos de futuros del TIIE a 28 Días	92



MEXDER



4.5.5 Contratos de Futuros Sobre Acciones	93
4.5.6 Contratos de Futuros Sobre Divisas (dólar)	94
4.6 Análisis Estadístico del Año 1998 al Año 2002	95
4.6.1 Análisis Teórico Comparativo del Año 1998 al Año 2002	101
CONCLUSIONES	108
GLOSARIO	111
BIBLIOGRAFIA	133



MEXDER



INTRODUCCION.

La modernidad de hoy en día expresa su máximo exponente. La Globalización que es sin duda un desarrollo del capitalismo, desde épocas del descubrimiento hasta la era de la informática.

Últimamente desde la década de los setentas, los precios para todos los tipos de bienes y servicios son mas volátiles. Esto es causa de preocupación ya que las repentinas e inesperados cambios en los precios pueden crear dificultades costosas en las actividades operativas, incluso para las empresas muy bien dirigidas.

Como resultado de ello, cada vez es más frecuente que las empresas tomen medidas para protegerse frente a la volatilidad de precios, mediante mecanismos financieros nuevos e innovadores apegados a la necesidad de la empresa.

Saber si con un mercado de derivados, podemos dar a nuestros inversionistas una verdadera cobertura de las transacciones que se hagan dentro de el país, para de esta manera detener y combatir un poco la especulación y el capital golondrino, que tanto desconcierto y desequilibrio han dado a la economía nacional. De esta manera se pretende saber si los riesgos financieros se podrán reducir y ver que tan viable puede llegar hacer, tal como lo fue el mercado de derivados el "Chicago", en el cual se negociaron mas de 480 millones de contratos, siendo así uno de los mercados mas estable y productivo solo en el año 1998.

En las ultimas décadas el hombre ha logrado romper las barreras culturales y comerciales, debido a la evolución del sistema capitalista que nos ha llevado al neoliberalismo, aunado a ello, los avances tecnológicos con los que hoy contamos han llevado a las economías mundiales a una Globalización y con ello mas inestabilidad de las inversiones financieras.

La administración de riesgos financieros se lleva acabo mediante cuatro instrumentos derivados; Contratos Adelantados(forwards), Futuros(futures), Opciones(opciones), y Swaps. Es por ello la implementación en los últimos años de los Productos de Derivados, en el caso de México solo; Futuros y Opciones, cuya finalidad es de crear una herramienta dentro de la Ingeniería Financiera, para proteger a los inversionistas de cualquier tipo de perdida, para lo cual se crea un mercado específico el "MEXDER".



MEXDER



Por ende, el presente trabajo pretende investigar y aportar los lineamientos para poder comprender de una manera mas coloquial y profunda y concisa, la evolución y función de el nuevo mercado en México .

Es así que se pretende aportar las herramientas necesarias sobre este tema en particular, así de esta manera se pueda usar para reducir los riesgos de empresas, grupos, corporativos en sus inversiones y transacciones.

El objetivo primordial, es el de dar a conocer ¿que es y en que consiste el "MEXDER" (mercado mexicano de derivados)? Como funciona y que tanto ha venido evolucionando, para así de poder explicar de una manera más sencilla y abierta las perspectivas que se tengan de este mercado en la economía Mexicana. Demostrar de esta manera que las inversiones que se encuentran en este mercado tienen un beneficio mayor al de un inversionista que no tienen esta cobertura para su empresa.

Es decir demostrar que verdaderamente en este mercado de derivados , no se corre ningún riesgo si no que tan solo protegen a las empresas o las inversiones de incertidumbres financieras, causadas por una fluctuación en la tasa de interés, la inflación, el tipo de cambio, solo por mencionar algunos.

Las empresas Mexicanas en esta actualidad se encuentran inmersos como todo el mundo, en un contexto de globalización, esto los lleva a ser mas competitivos y con ello enfrentarse a mas problemas .

Por eso creo que con la utilización y la difusión, que es lo mas importante, de los productos de derivados en México se lograra una gran disminución de riesgo para los inversionistas, los cuales a su vez podrán hacer operaciones sin importar el alza o baja de alguno de los índices bursátiles, que pudiesen de esta manera afectar a las operaciones realizadas

En los mercados de derivados, se suele actuar combinando futuros y opciones.

Vemos cómo se tendrían que usar los futuros financieros para obtener ventajas de la evolución del mercado. Para ello, el paso previo es conocer la tendencia del mercado; si no se conoce no es adecuado adoptar ninguna de las dos estrategias.

La tendencia puede ser alcista o bajista.

Si la tendencia es alcista, se trata de obtener ventajas de aumentos de precios y esto se consigue a través de la compra de futuros (posiciones largas) y si la tendencia es bajista, se buscan ventajas de las caídas de precios y eso se obtiene vendiendo futuros (posiciones cortas).

Para poder usar estrategias con opciones no basta con el análisis de la tendencia, sino que lo importante es el análisis de volatilidad de precios en ese mercado y esas estrategias son más complicadas. Es así que la disminución de Riesgos Financieros podría ser menor



CAPITULO 1

LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Hemos observado que en las ultimas décadas, los precios de todos los servicios y bienes son cada vez más volátiles. Esto es muy preocupante ya que los inestables precios pueden crear dificultades cuantiosas, aun para aquellas empresas bien dirigidas y consolidadas.

Es por ello que las empresas han optado por protegerse a esta volatilidad de los inestables precios, mediante usos de mecanismos financieros.

1.1 ADMINISTRACION DE RIESGOS FINANCIEROS

Mientras que algunas empresas asumen pasivamente los riesgos financieros, otras por su parte, intentan tener una ventaja competitiva por medio de una exposición juiciosa a estos tipos de riesgos financieros. En ambos casos estos riesgos deberán de ser vigilados cuidadosamente ya que significa un alto potencial de perdidas financieras.

La Administración de Riesgos Financieros es el procedimiento mediante el cual se identifica, se mide y se controla la exposición al riesgo por lo cual la Administración de Riesgos Financieros se ha convertido en una herramienta esencial para la supervivencia de cualquier negocio.¹

La administración de riesgos financieros se identifica por lo general con operaciones de cobertura, es decir, con una adquisición de protección contra movimientos adversos de un precio, tasa de interés o tipo de cambio entre otros.²

¹Revista, Contaduría Pública, Noviembre de 1999 MEX pp12

²Catherine Mansell Carstens, "Las Nuevas Finanzas en México", Méx. ED. ITAM, 1989.



La administración de riesgos puede llevar acabo una cobertura normal, la cual consiste en tomar una posición en el mercado al contratar para hacer una compensación con las utilidades en la compensación de contratos adelantados. Y no solo en eso, puede llevar acabo la administración de riesgos como lo conocemos hoy, el cual es muy novedoso y el cual no tiene mas de diez años de antigüedad.

La utilización, por los países mas desarrollados como puede ser, Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña, Japón entre otros. La administración de hoy consiste en Contratos Adelantados, Futuros, Opciones y Swap, con la única finalidad de construir diferentes contratos, asegurando así, la cobertura de algún riesgo financiero, que pudiese intervenir en los precios.

1.1.1 DIFERNTES TIPOS DE RIESGOS FINANCIEROS

Entender que son lo Riesgos Financieros es difícil si no se comprende el vinculo entre las tasas de interés, los tipos de cambio, los precios de mercancías y los mercados accionarios. El riesgo puede ser definido como la volatilidad de los flujos financieros NO esperados, generalmente derivados del valor de los activos a los pasivos³

Los Riesgos Financieros se clasifican principalmente en riesgo de mercado, de crédito, liquidez, riesgo operacional y legal, que ha continuación se mencionan, y se da una breve explicación de cada uno de ellos.

Riesgo de cambio: riesgo procedente de las variaciones en los tipos de cambio de las divisas se divide en:

Riesgo de transacción: las fluctuaciones del tipo de cambio afectan a los ingresos derivados de operaciones individuales

Riesgo de traslación: cuando las fluctuaciones de los tipos de cambio afectan al valor de las distintas partidas del balance

EJEMPLO: Suponemos que este banco tiene un acuerdo de compra de acciones de una empresa petrolífera norteamericana y en el momento de establecerse el acuerdo $1\$=1$ dólar; en el momento en que se tiene que hacer efectivo el acuerdo $1\$=1,05$ dólar. El banco desembolsa 0,05 dólares adicionales por cada \$1 y tendrá una pérdida implícita, como se trata de una operación individual este tipo de riesgo es lo que se conoce como riesgo de *transacción*. Si en el momento que calculamos el balance $1\$=1$ dólar un mes más tarde $1\$=0,95$ dólares, la partida de divisas habrá perdido valor las fluctuaciones del tipo de cambio afectan al balance de esa institución financiera, estamos ante un riesgo de traslación.

³Philippe Jorion, Valor en Riesgo Ed limusa, Méx. 2000 pp23



Riesgo de interés: consecuencia de las variaciones de los tipos de interés y afecta a las entidades que tienen fondos prestados y a las que tienen fondos solicitados. Supongamos que tras ese balance se produce una subida brusca del tipo de interés y pasa del 5% al 8%, esto tiene un impacto sobre la partida 2 de deuda pública y activos de renta fija si no se usa la gestión del riesgo afectará fundamentalmente a ese tipo .

Riesgo de valores: afecta a las instituciones que tienen carteras de títulos de renta variable ya que estos títulos variarán de precio en función de las variaciones de precios de los mercados de valores.

Riesgo de mercancías básicas: productos primarios (alimenticios y minerales), metales preciosos y el petróleo .

Al comprar acciones de la petrolífera y caer el precio del petróleo, esto implica que bajo su valor y afecta a la partida 5 disminuyendo su valor.

Riesgo de liquidez: aquel que surge cuando una determinada entidad o institución no puede atender a sus pagos a vencimiento. Ante este tipo de riesgos pueden suceder dos cosas que esa institución tenga que acudir a prestamos a tipos de interés y/o que tenga que vender activos a precios inferiores a los de mercado.

Riesgo de contrapartida o riesgo de crédito: surge cuando una de las dos partes integrantes de una operación financiera incumple sus obligaciones.

Riesgo de explotación: aquel que se genera en el desarrollo de las actividades y procedimientos diarios de una empresa o entidad. Surge por dos causas fraude interno y fallos en los sistemas de información.

Riesgo de modelo: sólo afecta a las instituciones que se dedican a la gestión de carteras y usan técnicas matemáticas muy complejas en esta gestión, si el modelo matemático es incorrecto o está mal especificado se incurre en el riesgo de modelo.

Riesgo moral: Ya con la cabeza fría, después de 8 años de golpes financieros de Asia a Latinoamérica, vale la pena volverse a preguntar ¿ qué tanta culpa tiene realmente el FMI en los fracasos económicos? Nuevas teorías reconocen que la intervención de los organismos internacionales no es el panacea, pero también apelan a la otra realidad; La falta de una mayor articulación multilateral para solucionar problemas de la Globalización.⁴

⁴ Revista Día Siete Ed El Despertador año dos, número noventa. Méx. 2001 pp 22



En términos generales, reducir el nivel de exposición de una empresa a las fluctuaciones en precios o en tasas, se denomina cobertura. Las instituciones a la vanguardia de la Administración de Riesgos han establecido comités de Administración Global de Riesgos, que reportan directamente a la alta Dirección Corporativa de las mismas Empresas. Entienden la exposición de los riesgos y como establecer las políticas y controles apropiadas para mejorar sus temas importantes en el mundo actual de los negocios.

Entender la exposición de los riesgos y como establecer las políticas de controles apropiados son los más importantes en este mundo actual de los negocios. A continuación se mencionan algunas de las mejores practicas para identificar y administrar los riesgos.

- Evaluar los riesgos financieros en el contexto de los objetivos de negocios.
- Involucrar a la dirección general en las actividades de la administración de riesgos.
- Establecer políticas por escrito de administración de riesgos financieros.
- Incluir la área de operaciones en el proceso de administración de riesgos.
- Supervisar la exposición a riesgos financieros y a la efectividad de la estrategia de administración de riesgos.
- Adoptar practicas consientes de contabilidad y revelación para transacciones de administración de riesgos.
- Crear una efectiva estructura organizacional como fundamento de las actividades de administración de riesgos.

1.1.2 COBERTURA DE RIESGOS

La cobertura de Riesgos Financieros es similar a la adquisición de un seguro; proporciona protección contra los efectos adversos de las variables sobre las cuales no tienen control, Ni los agentes Ni los países.⁵

El objetivo básico de la operación de cobertura es la eliminación o reducción del perfil de riesgo de una determinada posición financiera. Con este objetivo general se pueden diseñar numerosos planes alternativos de cobertura, y para diseñar los planes alternativos de cobertura es necesario seguir tres pasos:

- Definición de objetivos.
- Selección de una determinada estrategia.
- Medición de la eficacia de la estrategia.

⁵ Philippe Jorion, Valor en Riesgo Ed limusa, Méx. 2000 pp 29



Definición de los objetivos.

Al menos se pueden distinguir tres formas distintas de plantear los objetivos de una operación de cobertura:

Logro de una protección completa frente al riesgo financiero: cobertura frente a cualquier movimiento de precios.

Se busca la protección sólo frente a resultados desfavorables: exige el pago de una prima.

Protección frente al riesgo desfavorable, pero sólo a partir de un determinado nivel en ese resultado desfavorable: búsqueda de un equilibrio entre la cobertura y la prima a pagar en esa operación de cobertura.

Selección de estrategia.

El primer paso que debe seguir una empresa o agente es la selección de un determinado objetivo de cobertura. A partir de la elección de ese objetivo, entraríamos en el diseño de una determinada estrategia de cobertura que consiste en el uso de productos derivados (futuros, opciones, warrants, swaps) individualmente o en la combinación de varios de estos instrumentos. A esta posibilidad se le denomina **estrategia compleja de cobertura de riesgos**.

Los mercados de derivados, en respuesta de administrar y cubrir los riesgos financieros estos mercados han experimentado un crecimiento explosivo.⁶

Medición de la eficacia.

Vamos a partir de un ejemplo ya planteado: el caso de una empresa Mexicana que exporta a USA. Suponemos que ha realizado una determinada operación, y sabe que al cabo de 3 meses recibirá un pago de \$100.000; si esta empresa tiene un alto nivel de aversión al riesgo, realiza una operación de cobertura frente al riesgo de tipo de cambio (\$/peso). Existen dos posibilidades alternativas; en ambos casos la operación consiste en el uso de futuros:

La primera posibilidad es la venta de dólares a tres meses a un tipo de cambio $1\$ = 1$ dolar; al cabo de tres meses, el tipo de cambio se determina en t_0 ; recibe 100.000\$, que le van a dar 100.000 dolares (t_1). Si en ese momento el dólar cotiza a 0'75 dólares, si no realizase operación de cobertura, recibiría 75.000 dólares. Esta operación que ha realizado le da un beneficio de 25.000 pesos. La operación ha resultado positiva.

⁶Philippe Jorion, Valor en Riesgo Ed limusa, Méx. 2000 pp31



La segunda posibilidad consiste en la misma operación pero suponiendo que en t_1 el dólar cotiza a 1'25 pesos; en tal caso, recibirá en t_1 100.000 dólares y obtendrá 100.000 pesos, cantidad fijada inicialmente. Si no hubiese realizado esa operación de cobertura por 100.000\$, recibiría 125.000 dólares. Esta operación le supone una pérdida implícita o costo de oportunidad por 25.000 pesos, y esa operación de cobertura habrá resultado negativa para este operador o empresa.

En realidad, cuando se habla de operaciones de cobertura, no se puede hacer una valoración de esas características, ya que el hecho de que una operación sea positiva o negativa va a depender en última instancia del objetivo que se haya planteado esa empresa u operador al diseñar una operación de cobertura; vemos como se mide la eficacia de una operación de cobertura ya que esa medición no puede hacerse a través de la pérdidas y ganancias derivadas de esa operación. Debemos plantear, para medir la eficacia, cinco medidas alternativas que dependen del objetivo que se ha planteado cada empresa:

1) Una empresa que tiene una cartera de bonos sobre la que realizó operaciones de cobertura frente al riesgo de tipo de interés, y el objetivo de la empresa es alcanzar un determinado resultado financiero medido en términos de rentabilidad de esa cartera. La eficacia de la cobertura sería:

$$E = \frac{\text{Resultado financiero real}(\%)}{\text{Resultado financiero planteado como objetivo}}$$

Si esta empresa es un fondo de inversión y se plantea como objetivo una rentabilidad del 8%, si la rentabilidad que obtiene es un 7% como consecuencia de una operación de cobertura en el mercado de derivados y al contado.

2) Situación idéntica a la vista pero con una posición deudora en lugar de acreedora; la empresa tiene una cartera de préstamos recibidos y debería hacer una operación de cobertura para evitar tipos de interés demasiado elevados:

$$E = \frac{\text{Resultado financiero objetivo}}{\text{Resultado financiero real}}$$



Si el objetivo de la empresa es que el costo financiero sea del 7% y al final del año, como consecuencia de las variaciones del tipo de interés y las actuaciones en los mercados de derivados, la eficacia sería $7/8 = 0'875$.

3) Cartera de bonos con operaciones de cobertura cuyo objetivo es la obtención de un determinado resultado financiero sujeto a un mínimo aceptable:

$$E = \frac{\text{Resultado financiero real (\%)} - \text{Resultado mínimo aceptable (\%)}}{\text{Resultado financiero objetivo (\%)} - \text{Resultado mínimo aceptable (\%)}}$$

Objetivo: 8%

Real: 7%

Mínimo aceptable: 6%

$$E = 7 - 6 / 8 - 6 = 0'5$$

4) Partiendo del ejemplo número dos, y suponemos que el objetivo es la obtención de un determinado resultado con un máximo aceptable:

$$E = \frac{\text{Resultado máximo aceptable (\%)} - \text{Resultado financiero real (\%)}}{\text{Resultado máximo aceptable (\%)} - \text{Resultado financiero objetivo (\%)}}$$

Objetivo: 6%

Máximo: 8%

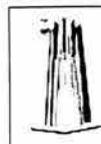
Real: 7%

$$E = 8 - 7 / 8 - 6 = 0'5$$

Partimos de la cartera de bonos con operaciones de cobertura con el objetivo de mantener la situación actual, vigente en el momento en que se diseña esa Operación de cobertura. En este caso, cualquier desviación respecto a la situación inicial se consideraría indeseable; este objetivo se plantea en situaciones de elevada volatilidad y en casos de entidades o instituciones con elevada aversión al riesgo. La eficacia se mediría:

$$E = \frac{\Delta T}{\Delta U}$$

Donde ΔT es el cambio de valor en cualquier sentido de la cartera cubierta, y ΔU es el cambio en el valor de cartera no cubierta. Cuanto más se aleje de 0, en sentido positivo o negativo, menor eficacia de la operación de cobertura.



Todas las formas de medir operaciones con cobertura se deducen que a la hora de valorar las situaciones, no podemos tener en cuenta de forma aislada a cada operación de cobertura, sino que hay que vincularla al resultado global de cada cartera y el objetivo que se ha planteado cada empresa.

La evolución de las herramientas de administración de riesgos.

Fuente: Philippe Jorion, Valor en Riesgo

1972 Futuros sobre divisas.

1973 Opciones sobre acciones.

1975 Futuros sobre T - bonds.

1981 Swaps sobre divisas.

1982 Swaps sobre tasas de interés; Futuros sobre T notes; Futuros sobre eurodólares; Futuros sobre índices accionarios; Opciones sobre futuros de T - bonos; Opciones sobre divisas listadas en bolsa.

1983 Opciones sobre índices accionarios; Opciones sobre futuros de T - notes; Opciones sobre futuros de divisas; Opciones sobre futuros de índices accionarios; Caps y Floors de tasas de interés.

1985 Opciones sobre eurodólares; Swapciones.

1987 Opciones compuestas OTC; Opciones promedio OTC.

1989 Futuros sobre swaps de tasas de interés; Opciones quanto 1990.

1990 Swaps de índices accionarios.

1991 Swaps diferenciados.

1993 Captions; Opciones FLEX listadas en bolsa. 1994 Opciones sobre créditos incumplidos.



1.1.3 APLICACIÓN DE INGENIERIA A LOS RIESGOS FINANCIEROS

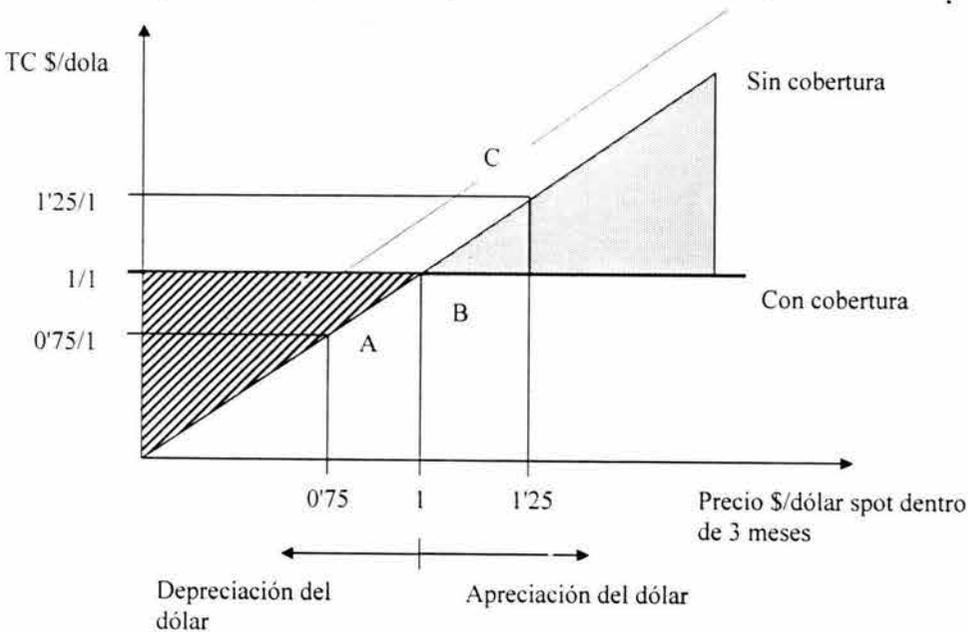
En vista del riesgo, la Ingeniería Financiera puede ofrecer dos amplias alternativas:

- a) **Sustitución de riesgo por certeza** (tanto si gana como si pierde).
- b) **Sustitución del riesgo perjudicial** y mantenimiento del riesgo beneficioso, este tipo de operaciones se denomina de **cobertura perfecta**.

EJEMPLO 1

1peso = 1dolar. Compra de dólares y venta de pesos a 3 meses decide realizar una operación de cambio en que compra dólares a tres meses con el tipo de cambio 1peso = 1dolar. Vemos el perfil de riesgo de la empresa ante variaciones del tipo de cambio.

Vemos el perfil de riesgo de la empresa ante variaciones del tipo de cambio.



Costo de oportunidad de la operación de cobertura

Ahorro por cobertura



Si dentro de tres meses el tipo de cambio no varía, nos situamos siempre en el 1/1 (con cobertura); sustituye riesgo por certeza. Si la empresa no tiene cobertura se situará en la línea ABC. Comparamos las alternativas en función de la evolución del tipo de cambio spot dentro de tres meses.

Si el tipo de cambio es $0'75\$ = 1$ dólar (si la empresa actúa con cobertura pagará $1\$ = 1$ dólar; Pero si actúa sin cobertura, $0'75\$ = 1$ dólar; registra una pérdida implícita por la gestión de cobertura.

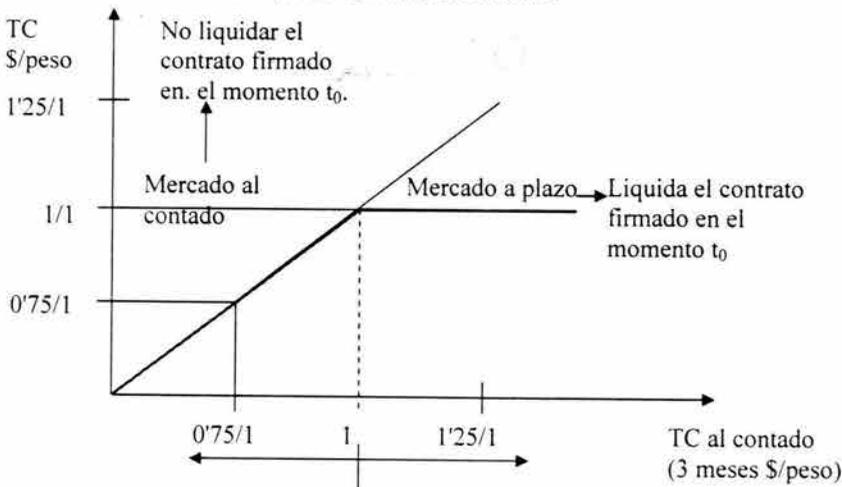
Si $1'25\$ = 1$ dólar, existe ganancia implícita por la apreciación del dólar de $\$.25$. Esa empresa tenía que comprar el dólar a 3 meses y podía obtener beneficios o pérdidas implícitas derivadas de la operación; ahora vamos a ver lo que se denomina **cobertura perfecta**.

A grandes rasgos, consiste en ejecutar el contrato firmado cuando hay beneficios implícitos y no liquidar ese contrato cuando existen pérdidas implícitas; supone aprovechar las ventajas del mercado a plazos y no sufrir ninguno de sus inconvenientes.



Tipo de cambio al contado.

La empresa compra dólares en el mercado a plazo y vemos cómo realiza la operación en función del tipo de cambio al contado.





1 dólar = 0'75 \$. No le conviene ejecutar el contrato y compra dólares al contado; para cualquier tipo de cambio inferior a 1 esta sería la estrategia; suponemos que puede no liquidar.

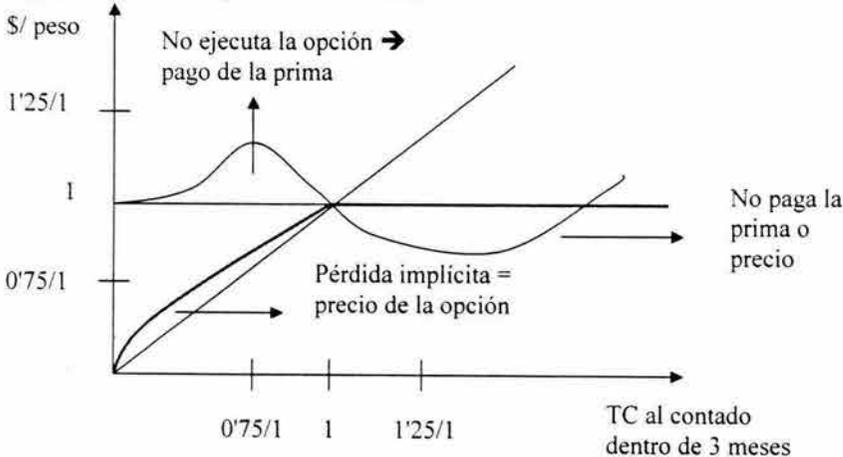
Si 1\$ = 1 dólar, le es indiferente.

Si 1\$ = 1'25 dólar, ejecuta el contrato a 1\$ = 1 peso.

Esta empresa sólo tendría beneficios; nunca podría tener ningún tipo de pérdida en estos contratos. La cobertura perfecta no es posible alcanzarla en los mercados financieros, pero existen una serie de instrumentos financieros que permiten obtener resultados muy próximos a esa cobertura perfecta. La característica básica de estos productos es que su comprador puede decidir si liquida o no el contrato firmado.

Las opciones ofrecen los resultados más próximos a la cobertura perfecta. Vemos un caso similar al anterior, pero por no liquidar el contrato hay que pagar un precio.

Fuente: Díez de Castro, Futuros financieros.



El precio de la opción es de 0'05 \$.

1dólar = 0'75 \$ → actúa en el mercado al contado → no liquida el contrato. Suponemos que es una opción de compra; debe pagar el precio de la opción.

Esta empresa paga 1dólar / 0'75 \$ y paga 0'05 \$ adicionales, y cada dólar le costará 0'80\$.



Si 1 dólar = 0'95\$, le da igual actuar en el mercado a plazo o hacer lo mismo que en el apartado anterior.

El precio de las opciones se suele determinar por complejos modelos matemáticos, y el más utilizado en la actualidad es la fórmula de BLACK - SHOLES⁷.

1.2 NATURALEZA DE LOS FUTUROS Y OPCIONES

El origen de los futuros se sitúa, en realidad, en lo que se denominaban operaciones a descubierto, que se comenzaron a realizar a mediados del XIX con productos agrícolas en el mercado de valores de Chicago (Chicago Boat of Trade). El mercado de futuro tal como lo conocemos ahora inicio en el año de 1865 en la bolsa de Chicago.⁸

El origen de los futuros financieros se sitúa en la Bolsa de valores de Chicago en los años 70; en la actualidad la utilización básica de futuros financieros es la cobertura de riesgos y, en general, la negociación con futuros supera de una forma bastante considerable a la negociación que existe del activo subyacente. El origen de los mercados de futuros financieros se situaba en los 70, y los primeros contratos eran futuros sobre divisas. Esto es porque a comienzos de los 70 se abandona el sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods⁹, y se pasa a un sistema de tipos de cambios flexibles; con ello aumenta la volatilidad de los tipos de cambio. Esta es la causa de la aparición de esos contratos de futuros financieros en el año 72. Además, dada la relación existente entre tipos de cambio y tipos de interés, se genera volatilidad en los tipos de interés, y a mediados de los 70 aparecen los mercados de futuros sobre tipos de interés (1975, Chicago).

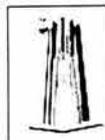
La década de los 80 marca la expansión de los contratos de futuros fuera de USA, fundamentalmente en Europa; a finales de los 80 aparece el mercado español de futuros financieros. En la actualidad, existen cuatro modalidades de contratos de futuros:

- Futuros sobre tipos de interés.
- Futuros sobre bonos.
- Futuros sobre índices bursátiles.
- Futuros sobre divisas.

⁷ Phelim Boyle, Financial Risk In Insurance, . Ed Ottavian New York 1995 pp60

⁸ Díaz Tinoco, Futuros y Opciones Financieras Ed Limusa Méx. 2000 pp13

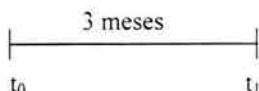
⁹ * El bretón woods, que era un sistema de tipos de cambio fijos.



1.2.1 Definición de futuro financiero y características de la contratación.

Los contratos de Futuros son contratos estandarizados que estipulan el cumplimiento o entrega diferido de algún motivo subyacente o el requisito de aportar alguna cantidad de efectivo basado en el valor del activo subyacente a tiempo en el que expira el contrato¹⁰. En otras palabras Un contrato de futuros es un contrato jurídicamente vinculante para recibir o entregar una determinada cantidad de un producto financiero con unas determinadas características, con un precio determinado y a una fecha futura especificada. Consideramos dos momentos de tiempo:

Se fijan el precio y las condiciones en t_0 , y la transacción tendría lugar en t_1 ; un contrato de futuros no es exactamente un contrato a plazo.



Diferencias entre contrato a plazo y futuros

<u>Futuros</u>	<u>A plazo</u>
1.- Productos o contratos estandarizados.	1. Productos financieros no estandarizados.
2.- Se realiza a través de Cámaras de Compensación.	2. Contrato privado entre dos partes
3.- Existe la posibilidad de abandonar la posición adquirida actuando en mercado secundario.	3. No se puede abandonar la posición adquirida actuando en mercado pactada sin la autorización de la Secundario. Contrapartida (expresa).
4.-No existe riesgo de contrapartida (Uno de los firmantes no cumple)	4.-Existe riesgo de contrapartida.
5.- Depósito de garantía.	5. No existe depósito de garantía.

¹⁰ Jhon F Marshall ,Como entender los Swaps. , Ed. CECSA, España 1996 pp17



1.2.2. Características de la contratación en un mercado de futuros.

Debe acudir a un mercado de futuros, que puede ser un lugar físico o una interconexión informática. Una empresa debe ponerse en contacto con un intermediario financiero; una vez allí caben dos posibilidades: que sea miembro de un mercado de futuros o que no lo sea. Si lo es, puede actuar por cuenta propia o por cuenta ajena; si no lo es, debe ponerse en contacto con otro que sea miembro del mercado de futuros. Cualquiera puede realizar una operación de futuros, pero no puede actuar en ese mercado, ya que allí sólo actúan los intermediarios financieros que son miembros de mercados. Se negocian contratos de futuros plenamente estandarizados, de forma que en el proceso de negociación sólo se determinan dos variables: número de contratos que se compran o venden y precio de cada contrato. El resto de variables están plenamente estandarizadas, por ejemplo, la fecha de entrega.

1.2.3. Definición y tipos de opciones.

Recientemente podemos hablar de un mercado organizado de opciones, ya en la Antigua Grecia encontramos opciones de compra sobre las cosechas de aceitunas. En el siglo XVII aparece en Holanda un cierto mercado organizado en el que se negociaba la posibilidad de comprar o vender bulbos de tulipanes en una fecha futura¹¹. Por cierto, que parece ser, que dicho mercado ante las fuertes oscilaciones de los precios, propició la quiebra de un buen número de especuladores y el incumplimiento de los que habían efectuado las ventas de las opciones. Existen más ejemplos en la historia en diversos lugares, tiempos y productos, hasta llegar al 26-04-73, fecha en que empieza a operar el CBOE (Chicago Board Options Exchange), donde se empiezan a negociar las primeras opciones sobre acciones en un mercado organizado. Desde esa fecha hasta nuestros días, se han creado numerosos mercados de opciones en las principales plazas financieras del planeta, negociándose en los mismos, una amplia gama de activos, con un elevado número de contratos, con cifras muy elevadas.

Pero, ¿qué es una opción?. Una opción es un contrato que nos da derecho a comprar o vender un Activo a un precio determinado, en una determinada fecha. Por la posibilidad de ejercer dicho derecho el comprador de la opción, viene obligado a pagar al vendedor de dicha opción un precio o prima. Queremos subrayar que el poseedor de la opción tiene el **DERECHO PERO, NO EL DEBER**, de ejercitar dicha opción y de los cuales tenemos dos tipos que son;

¹¹, Malcom J Robertson, Directory Of Word Futuros and Options, Ed Pientice may Usa 1990 pp 0/13

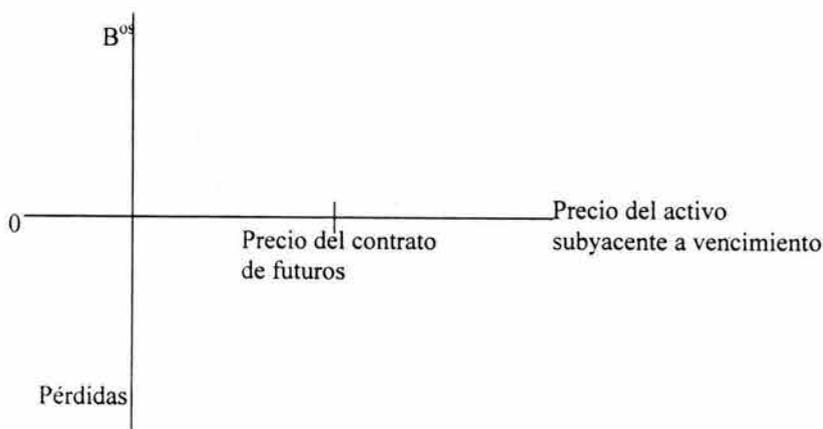


Opción de compra: "CALL" (sé podría traducir como: llamar). Si compramos una opción de compra (un CALL), tenemos el derecho a comprar un determinado activo, a un precio especificado, en una determinada fecha. Como hemos dicho, a cambio, tendremos que desembolsar previamente una prima.

Opción de venta: "PUT" (sé podría traducir como: poner). A cambio de un precio determinado (prima), obtenemos el derecho de vender un Activo, como en el caso anterior, a un precio determinado, en una determinada fecha.

1.2.4 Posiciones básicas en los mercados de futuros.

Nos centramos en la operativa en los mercados de derivados, sin considerar que se actúa al mismo tiempo en mercado al contado. Vemos que se actúa en operaciones de cobertura y en los especulativos. El primer paso es realizar siempre una representación gráfica de las operaciones con contratos de futuros y que son la mejor forma de ver cómo y cuando existen beneficios y pérdidas en este tipo de contratos. Las representaciones gráficas con futuros o con opciones son iguales y en ellas las variables a considerar son:



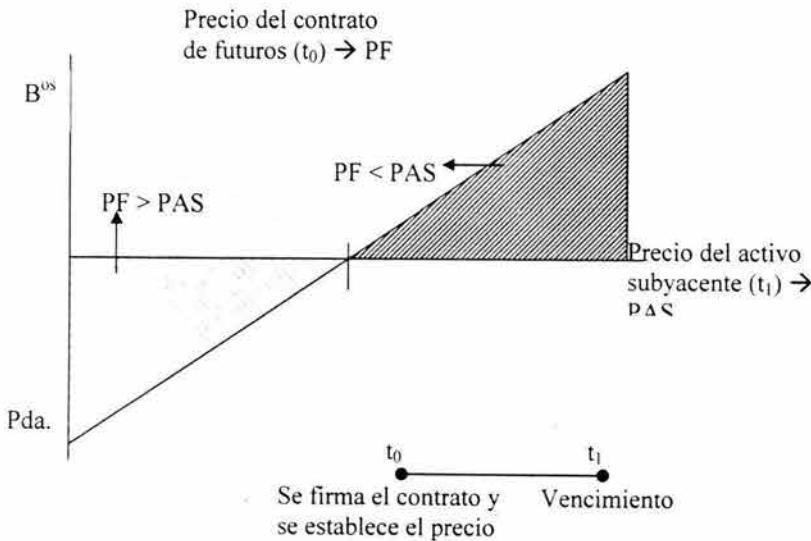
Sobre esta representación se pueden establecer dos posiciones: compradora (larga) o vendedora (corta); para ver en qué consisten, vemos las obligaciones del operador que sume cada una de estas dos posiciones:



Posición compradora o larga: El comprador de futuros tiene la obligación de comprar el activo subyacente o bien liquidar por diferencias al precio del contrato de futuros en la fecha de vencimiento de ese contrato.

Posición corta o vendedora (vendedor de contrato de futuros): vender el activo subyacente o liquidar por diferencias al precio del contrato de futuros y en la fecha de vencimiento.

POSICIÓN COMPRADORA EN EL MERCADO DE FUTUROS (larga):



Hay tres posibilidades:

Que en t_1 $PF < PAS$: al ser obligación comprar, habrá beneficios:

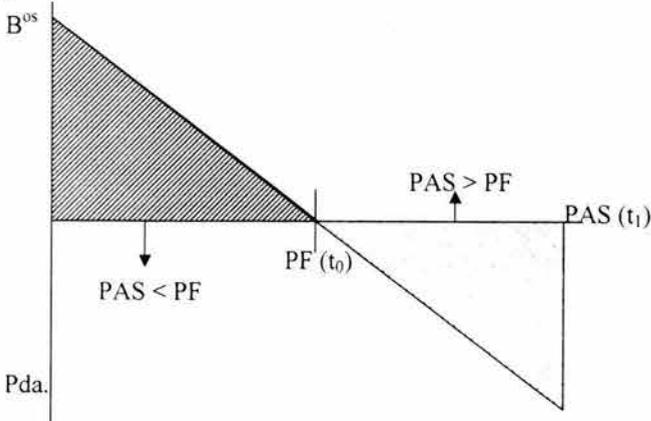
Que en t_1 $PF = PAS$: No hay ni beneficio ni pérdida.

Que en t_1 $PF > PAS$: habrá pérdida:



Esta evolución es consecuencia de hablar de posición compradora; sin embargo: **POSICIÓN VENDEDORA EN EL MERCADO DE FUTUROS (corta):**

La representación es simétrica:

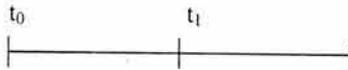


Si en t_1 $PF < PAS$, al ser obligación comprar, habrá pérdidas: ○

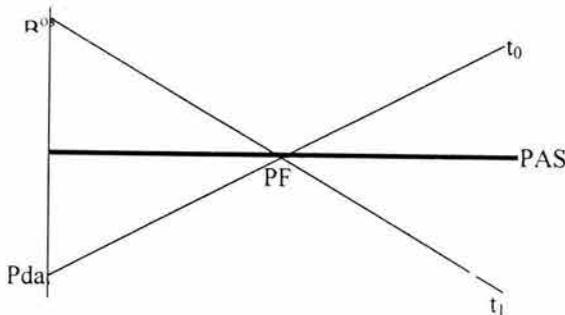
Si en t_1 $PF = PAS$, no hay ni beneficio ni pérdida.

Si en t_1 $PF > PAS$, habrá beneficio: ●

Cierre de posiciones: consistiría en tomar una posición contraria a la abierta inicialmente en el mercado de futuros; suponemos tres períodos de tiempo:



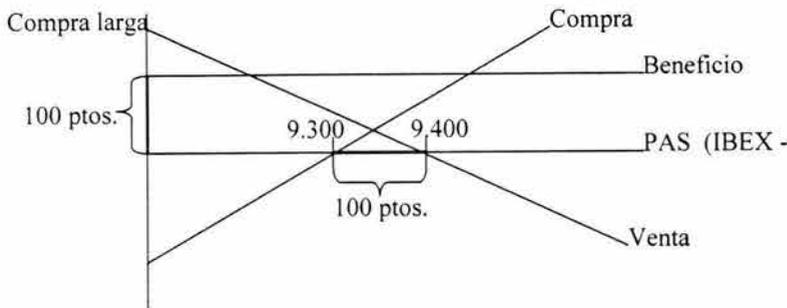
En t_0 toma la posición larga, pero en el momento t_1 cierra la posición larga y adopta una posición corta (mismo número de contratos al precio vigente).





Al comprar y vender a PF la recta beneficio sería 0.

Si no coincide precio de compra y precio de venta, lo vemos con un ejemplo:
Representar gráficamente la compra de un futuro sobre IBEX - 35 por un valor de 9.300; Representar la venta de un futuro sobre IBEX - 35 con una cotización de 9.400; Representar el cierre de posiciones de la compra y la venta anteriores.



1.2.5 Posiciones básicas de las opciones

Una opción de compra le da más no la obligación de comprar un valor hasta la fecha predeterminada y a un precio preestablecido. Por su parte la opción de venta le da al tenedor, el derecho mas no la obligación de vender un valor hasta una fecha predeterminada y un cierto precio preestablecido¹².

El comprador de una opción, tanto sea de venta como de compra, abre una posición en el mercado llamada LONG (Larga). Por contra el vendedor de una opción tanto sea de venta como de compra abre una posición en el mercado llamada SHORT (Corta).

Esta posición se mantendrá así hasta su momento de transacción, en la que la opción será ejercida o no, o bien hasta que la cubramos con una operación de signo contrario. Por ejemplo, si abrimos una posición SHORT CALL (vendemos una opción de compra) y en un momento determinado decidimos cerrar nuestra posición, deberíamos efectuar un LONG CALL (comprar una opción de compra) sobre el mismo activo, con igual precio de ejercicio y vencimiento.

¹² Díaz Tinoco .Futuros Y Opciones Financieras, . Ed Limusa Méx. 2000 pp79



MEXDER



De ésta manera cancelaríamos nuestra posición en el mercado. Más del 95% de los contratos finalizan por cobertura antes del momento de transacción.

	<u>COMPRADOR. POSICION LONG.</u>	<u>VENDEDOR. POSICION SHORT.</u>
OPCION DE COMPRA "CALL".	<ul style="list-style-type: none"> - Derecho a <u>comprar</u> el Activo Subyacente al Precio de Ejercicio. - Pérdida Máxima =Prima Pagada. - Ganancia Máxima =Ilimitada 	<ul style="list-style-type: none"> - Obligación a <u>vender</u> el Activo Subyacente al Precio de Ejercicio. - Pérdida Máxima = Practica. Ilimitada. - Ganancia Máxima =Prima cobrada.
OPCION DE COMPRA "PUT".	<ul style="list-style-type: none"> - Derecho a <u>vender</u> el Activo Subyacente al Precio de Ejercicio. - Pérdida Máxima =Prima Pagada. - Ganancia Máxima =Ilimitada 	<ul style="list-style-type: none"> - Obligación de <u>comprar</u> el Activo Subyacente al Precio de Ejercicio. - Perdida Máxima = Prácticamente ilimitada. Ganancia Máxima =Prima Cobrada.

Los resultados de las diferentes posiciones se representan mediante gráficos de doble entrada: cotización / resultados, que son típicos en la literatura sobre opciones. Para ello, efectuaremos unos ejemplos en los que representaremos gráficamente las posiciones anteriores:

Supongamos que esperamos una fuerte subida de acciones TELMEX, para el próximo mes por lo que decidimos anticiparnos a la misma con la compra de un CALL (Long Call), con los siguientes datos:

- Precio Actual acc. Telmex 4.300, -(Ps)
- Precio de Ejercicio: 4.300, -(Pe).
- Importe de la Prima Pagada: 150, (supongamos que la compra de un CALL equivale a la compra de un título).
- Momento de transacción. opción: un mes.

Al momento de operación de nuestra opción nos encontramos con las posibilidades reflejadas en el gráfico siguiente, el cual, como se puede observa difiere bastante si nuestra posición es de opción comprada o vendida.



MEXDER



Así, caso de haber comprado un CALL (LONG CALL), ejerceríamos nuestra opción cuando la cotización de la acción superara la cotización de \$ 4.450, (Precio Ejercicio, más prima pagada), punto de equilibrio,

Que una vez superada nos reportaría beneficio, equivalente a la diferencia entre el Pe y la Cotización. De Precio del Subyacente (Ps), al día del vencimiento. Entre \$4.300, y \$ 4.450, ejercería la opción para recuperar, todo o parte de la prima.

Por el contrario, vemos que el vendedor del CALL (SHORT CALL), limita sus ganancias a la prima recibida y espera que la cotización de la Acción. No suba por encima de \$4.300, momento en que le ejercerían la opción de compra, comprándole un activo a un precio inferior al que conseguiría vendiéndolo en el mercado. Superando la cotización de \$4.450, perdería toda la prima cobrada y entraría en pérdida. Por supuesto el vendedor del CALL, espera que la cotización de la acción se mantenga estable o bien se deprecie hasta el vencimiento.

Sí, caso contrario al **ejemplo anterior**, nuestras perspectivas sobre las acciones de Telmex son bajistas, podemos anticiparnos a la bajada comprando una opción de venta PUT (LONG PUT) sobre las mismas con los siguientes datos:

- Precio Actual Acciones : \$4.300, --. (Ps)
- Precio Ejercicio PUT: \$4.300, --. (Pe)
- Importe de la prima pagada: 150, (supongamos que la compra de un PUT equivale a una acción).
- El vencimiento de la opción: un mes.

Al Vencimiento. De la opción los posibles empiezan a obtener beneficios cuando la cotización se empieza a situar por debajo de \$4.150, Entre \$4.300, y \$4.150, ejercería la opción de venta para poder recuperar parte de la prima pagada. Y por supuesto caso de que la cotización superar las \$4.300, no ejercería la opción perdiendo la prima pagada

Por el contrario el vendedor del PUT (SHORT PUT), espera que la cotización de la acción permanezca estable o más bien suba. A partir de que el subyacente se sitúe por debajo de \$4.150, (Ps), empieza a perder dinero por que le ejercerán la opción vendiéndole un activo que puede encontrar más barato en el mercado. Entre \$4.150, y \$4.300, el comprador del put le ejercería la opción a fin de recuperar toda o parte de la prima.

Una vez superadas las \$4.300, la opción no sería ejercida por lo que el vendedor del PUT ganaría la totalidad de la prima.



1.2.6. UTILIZACIÓN DE LAS OPCIONES FINANCIERAS

Una vez que ya sabemos lo que es una opción, deberíamos conocer que hacer con ellas. Esencialmente, podemos usar las opciones por tres motivos:

- a) Como cobertura de riesgos,
- b) Con fines de especulación / inversión,
- c) Como instrumento para efectuar arbitrajes.

LA OPCION COMO INSTRUMENTO DE COBERTURA.

La opción quizás sea el mejor instrumento para cubrir cualquier riesgo sobre el precio del Activo Subyacente. Con la opción estamos traspasando el riesgo de pérdida a un tercero mientras conservamos en nuestro poder la posibilidad de seguir obteniendo beneficios, en caso de una evolución favorable de los precios. Podemos imaginarla como una Póliza de Seguro. Pagamos una prima a cambio de cubrir un riesgo, si el evento productor del riesgo no se materializa, continuaríamos disfrutando del bien asegurado, perdiendo solo la prima pagada.

La cobertura con otros instrumentos, como por ejemplo: futuros, implicaría que estaríamos transfiriendo, tanto nuestros riesgos de pérdida, como la posibilidad de obtener beneficios caso que los mismos se produjeran.

Una estrategia de cobertura con opciones, por tanto, tendría como objeto la protección de una posible pérdida sobre un Activo o Pasivo, de nuestra propiedad, de manera que la pérdida obtenida en una determinada posición sea compensada por la ganancia de la otra. Las estrategias de cobertura más simples son:

La cobertura de un Activo, con la compra de una opción de venta (PUT) sobre el mismo.

La cobertura de un Activo mediante la venta de una opción de compra (CALL) sobre el mismo.

1) Llamada también "call sintética". Nos permite limitar las pérdidas, como máximo al importe de la prima pagada, en caso de que el activo que poseemos baje por debajo del Precio de Ejercicio, permitiendo ganancias ilimitadas, caso de que nuestro Activo, suba por encima del Precio de Ejercicio. Siendo esta ganancia algo inferior a la mera tenencia del Activo, por la prima pagada al comprar la opción de venta



2) Llamada también "call cubierta". Sin conseguir la protección total sobre el Activo, como hemos visto en el ejemplo anterior, la "call cubierta", aminoraría los efectos producidos por una eventual caída de la cotización de nuestros Activos, retrasando la entrada en pérdida de los mismos, quedando limitados, a cambio; Los posibles beneficios a obtener en caso de que nuestros Activos superen el Precio de Ejercicio, debido a que la opción de compra (CALL) que hemos vendido nos sería ejercida. Suele ser una estrategia muy utilizada por gestoras de fondos o inversores institucionales, sobre todo en periodos de relativa calma en los mercados financieros o con movimientos no muy amplios de los mismos, tanto para aumentar los ingresos proporcionados por la mera posesión de los títulos, como para retrasar la entrada en pérdida de sus carteras. Al igual que en caso anterior veamos un ejemplo:

Hemos procedido a la compra de 100 acciones, al precio de 3.300, y dado que proveemos una cierta estabilidad en la cotización de las mismas, a fin de sacar un mayor rendimiento. De ellas, procede a la venta de 1 contrato CALL (1 contrato =100 acciones) con precio de ejercicio 3.450, por el plazo de tres meses y por el que cobramos una prima de 100 puntos. Por acción.

LA OPCION COMO INSTRUMENTO DE INVERSION ESPECULACION.

Las opciones ofrecen al usuario de las mismas, un amplio abanico de posibilidades, si es capaz de anticipar correctamente, los potenciales movimientos de los precios o la volatilidad del Activo subyacente.

Las estrategias posibles son prácticamente ilimitadas, dependiendo solo de la mayor o menor aversión al riesgo del inversor /especulador y de su imaginación, dado que las posibles combinaciones son enormes. Aquí solo examinaremos algunas a modo de ejemplo para que podamos comprender sus mecanismos y fine, dejando a la imaginación y paciencia del lector, el desarrollo de otras posibles.



En principio podríamos clasificar estas estrategias como:

Simples. Y Complejas.

1. -ESTRATEGIAS SIMPLES: Ya comentadas suficientemente con anterioridad, pero a modo de recapitulación, serían:

COMPRA DE UN CALL: Si pensamos que el Activo Subyacente subirá.

COMPRA DE UN PUT: Si queremos anticiparnos a una bajada del mercado.

EMISION DE UN CALL: Si creemos que el precio del Subyacente bajará.

EMISION DE UN PUT: Si opinamos que el mercado esta en una clara fase alcista.

2. -ESTRATEGIAS COMPLEJAS: Las estrategias complejas reciben nombres curiosos en función de la figura que se dibuja en los gráficos de resultados / cotización. Así nos encontramos con estrategias llamadas: butterfly (mariposa), strangle (cuna), straddle (cono), cóndor, etc. Como ya hemos dicho, examinaremos a modo de ejemplo dos de estas estrategias, con datos extraídos de la realidad cotidiana:

- UN STRADDLE (CONO).

- UN SPREAD (DIFERENCIAL).

- **STRADDLE.** Si creemos, que tras un cierto tiempo de una cierta estabilidad en las cotizaciones del mercado bursátil, éstas, van sufrir una variación sin que sepamos a ciencia cierta hacia donde se va a dirigir, si hacia el alza o a la baja, podríamos montar una estrategia con opciones financieras sobre la base de la dirigida a conseguir el máximo beneficio en caso de una fuerte subida o bajada de las cotizaciones, a cambio de poder perder la prima pagada por la compra de las opciones, si las cotizaciones mantienen una cierta estabilidad. Esta estrategia se construiría a base de comprar un "CALL" y un "PUT", sobre el mismo precio de ejercicio, lo más cercano posible al precio del mercado en ese momento.

EJEMPLO:

Datos obtenidos sobre la base de las cotizaciones publicadas por MEFF RENTA VARIABLE EN FECHA: 27-4-00.

CIERRE 3.075,84. Vto. De la OPCION: 19-05-00.

COTIZACIÓN CALL, PRECIO DE EJERCICIO: \$3.100 = 36, Ultimo cotizado.

COTIZACION PUT, PRECIO DE EJERCICIO: \$3.100 = 62, Ultimo cotizado.

1 CONTRATO = 100 TITULOS.



Por encima o por debajo de estas cotizaciones obtendríamos beneficios, mientras que de mantenerse la cotización entre ellas perderíamos parte de la prima pagada, siendo la máxima pérdida de llegar al Vto. Con una cotización de \$3.100, dado que no ejercerían ni la CALL ni la PUT, perdiendo el total de la prima pagada: \$9.200 por un contrato (100 títulos). Por tanto con una variación positiva o negativa de un 3,16% sobre la base de \$3.100, obtendríamos beneficios.

Al igual que hemos construido la presente estrategia, dado que presentamos fuertes oscilaciones en el mercado, podemos construir una totalmente opuesta, si opinamos que el mercado se va a comportar muy establemente. La misma se denomina STRADDLE VENDIDO (CONO VENDIDO) y se formaría vendiendo un PUT y un CALL con mismo precio de ejercicio, por lo que de permanecer el mercado estable ganaríamos las primas cobradas, mientras que incurriríamos en fuertes pérdidas si el mercado se decanta por fuertes ascensos o descensos. Dejamos el desarrollo del mismo.

Cotización al cierre del día 19-05-00= \$3.212,21.

Resultado: Ejercemos nuestro CALL, abonándonos la Cámara de Compensación la diferencia entre nuestro Precio de Ejercicio 3.100 y el Precio de Cierre: 3.212.21= Benef. 112.21.

- **SPREAD**¹³. Si creemos que el mercado se irá decantando hacia posiciones levemente bajistas, con oscilaciones pequeñas, pero siempre hacia abajo, podíamos montar una estrategia denominada BEAR SPREAD (DIFERENCIAL BAJISTA), para intentar conseguir el máximo de beneficios de la coyuntura del mercado. Los beneficios que podemos obtener son limitados a cambio de limitar también nuestras pérdidas. La estrategia sería montada en base vender un PUT con precio de ejercicio menor que la actual cotización del subyacente y comprar un PUT con precio de ejercicio mayor que el subyacente. Al igual que el ejemplo anterior tomaremos como base el mercado de opciones sobre. De alguna manera también estamos financiando parte de la prima pagada con la prima cobrada.

EJEMPLO:

Datos obtenidos sobre la base de las cotizaciones publicadas por MEFF RENTA VARIABLE EN FECHA:

27-04-00.

CIERRE: \$3.075,84. Vto. De la opción: 19-05-00.

COTIZACIÓN PUT, PRECIO DE EJERCICIO: \$3.000, = 20, Ultimo cotizado.

COTIZACION PUT, PRECIO DE EJERCICIO: \$3.200, = 131, Ultimo cotizado.

Como podemos observar existe un punto de equilibrio:

$3.200 - (131 - 20) = 3.089$.

¹³ Combinación de opciones de series diferentes pero de la misma clase, donde algunos son vendidos y otros son comprados.



La máxima pérdida en que podemos incurrir se produciría cuando la cotización se situara en \$3.200, en adelante, donde no se ejercería ninguna opción y perderíamos la diferencia entre la prima pagada y la prima cobrada, \$11.100, por un contrato de compra y otro de venta. El beneficio máximo se produce con una cotización de 3.000, donde ejerceríamos el PUT comprado con precio de ejercicio \$3.200, lo que nos produciría un beneficio de \$20.000, menos la diferencia entre la prima pagada y la cobrada \$11.100, lo que nos daría unos resultados positivos de \$8.900. A partir de ahí, nos sería indiferente que las cotizaciones siguieran bajando, pues, el resultado para nuestra posición sería el mismo.

Al igual que en la estrategia anterior se podría construir una estrategia totalmente inversa, comprando un CALL con un precio de ejercicio más bajo, que otro CALL de precio de ejercicio superior que venderíamos. Esta estrategia se denomina BULL SPREAD (DIFERENCIAL ALCISTA) y la adoptaríamos en caso de que nuestra visión del mercado fuera ligeramente alcista.

Cotización al cierre del día: 19-05-00= \$3.212,21. Publicado por Bolsa.

Resultado: No ejercemos la opción comprada, ni nos ejercen la venta. Perdemos la diferencia de Primas = \$11.100.

1.3. LA OPCIÓN COMO INSTRUMENTO DE ARBITRAJE.

El arbitraje es una operación financiera que trata de sacar partido de las ineficiencias de los mercados, para conseguir una ganancia, sin soportar como contrapartida, riesgo alguno. Esta "maquina de hacer dinero", conseguirá atraer a un número suficientes de inversores, para que en poco tiempo se vuelva a equilibrar el mercado, impidiendo la realización de nuevos arbitrajes, para el activo en cuestión.

Esta técnica requiere una presencia continua en el mercado y una enorme rapidez de intervención, así como una amplia información, lo que las relegaría casi al uso exclusivo de grandes profesionales.

Las opciones financieras como cualquier otro Activo en un mercado de libre competencia, se rige por la ley de la oferta y la demanda. No obstante, existen unas limitaciones al valor de un CALL o un PUT, que caso de rebasarse podría propiciar una operación de arbitraje.

Para los ejemplos que veremos a continuación no hemos tenido en cuenta ni impuestos, ni corretajes, ni comisiones, etc., que en ocasiones puede hacer inviable el arbitraje.

El precio de una opción call no puede ser inferior a otra sobre el mismo subyacente con precio de ejercicio superior.



MEXDER



Ejemplo: Prima CALL sobre, Vencimiento: 3 meses:
Precio de Ejercicio (Pe1) \$3.200, = 100,
Precio de Ejercicio (Pe2) \$3.300, = 150,

Dado que no se cumple el enunciado podríamos hacer un arbitraje del siguiente modo:

Compramos al Precio de Ejercicio (Pe1) \$3.200.

100 CALL (1 Contr.=100 títulos), por lo que pagamos \$1.000.000, de (100*100*100).

Vendemos al Precio de Ejercicio (Pe2) \$3.300,

100 CALL, por lo que recibimos: 1.500.000, de La diferencia de prima a nuestro favor, 500.000, la imponemos al 8, % por ejemplo, durante los tres meses que dura la opción por lo que recibimos 10.000.

Al vencimiento. De las opciones nos podemos encontrar con las siguientes posibilidades:

1) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$S \leq Pe1 < Pe2.$
EJERCICIO	No se ejerce ninguna opción.
BENEFICIO	Diferencias primas, mas su capitalización = 510.000.
2) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$Pe1 \leq S < Pe2.$
EJERCICIO:	Ejercitamos la opción comprada Pe1=3.200.
BENEFICIO:	Diferencia de precio entre Pe1 y subyacente, más diferencia de primas capitalizadas.
3) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$Pe1 < Pe2 \leq S.$
EJERCICIO:	Se ejercitan ambas opciones.
BENEFICIO	Diferencia entre Pe1 y Pe2, más la diferencia de primas capitalizadas. Total 1.510.000.



MEXDER



Quien pueda pensar que ya tiene asegurada su jubilación a través de sucesivas operaciones como esta se puede ir olvidando, dado que como siempre ocurre en las operaciones de arbitraje, el resto de operadores del mercado, son tan sagaces como nosotros y empezarán a copiarnos, por lo que la demanda de compra a precio Pe_1 , se dispararía al igual que la oferta de venta de CALLS a Pe_2 ,

Hasta que los precios adoptaran su relación correcta impidiéndonos efectuar operaciones de arbitraje. Evidentemente caso de un PUT, la relación estudiada sería inversa.

Otro ejemplo:

DOS OPCIONES CALL NO PUEDEN TENER UNA DIFERENCIA SUPERIOR, AL VALOR ACTUALIZADO DE LA DIFERENCIA DE SUS PRECIOS DE EJERCICIO.

Prima CALL sobre, Vencimiento. opción: 3 meses:

Precio de Ejercicio (Pe_1) \$3.200 = 175.

Precio de Ejercicio (Pe_2) \$3.300 = 50.

VALOR ACTUAL $3.100 - 3.200 < 175.50$. Por tanto existe posibilidad de arbitraje:

Vendemos al Precio de Ejercicio (Pe_1) CALL = \$1.750.000.

Compramos al Precio de Ejercicio (Pe_2) 100 CALL = \$500.000.

Capitalizamos durante tres meses la diferencia entre la prima pagada y cobrada, al 8%: $(1.250.000, --*3*8)/1200 = \25.000 .



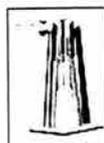
MEXDER



Al vencimiento. De las opciones podemos encontrarnos con las siguientes posibilidades:

1) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$S < Pe1 < Pe2$.
EJERCICIO:	No se ejerce ninguna opción.
BENEFICIO:	Diferencia de primas capitalizadas. Total: 1.750.000,-.
2) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$Pe1 < S < Pe2$.
EJERCICIO:	Nos ejercerían la opción que hemos vendido.
BENEFICIO:	Diferencia de primas capitalizada, menos $S - Pe1$.
3) PRECIO DEL SUBYACENTE (S):	$Pe1 < Pe2 < S$.
EJERCICIO:	Ambas.
BENEFICIO:	$Pe1 - Pe2$, menos diferencia de primas capitalizada. Es decir 275.000,

Al igual que en el ejemplo anterior, estas posiciones se irían equilibrando hasta que nuestra "maquina de hacer dinero" se rompiera. En el caso de un PUT, la relación que debe cumplirse es la misma del enunciado.



CAPITULO 2

MARCO TEÓRICO

La Gran Depresión económica mundial iniciada en octubre de 1929, a causa del conocido como crac de 1929, y que se prolongó durante los primeros años de la década del 30, extendiéndose geográficamente desde Estados Unidos al resto del mundo capitalista. Durante la década de 1920, cuando los negocios prosperaban en Estados Unidos, la agricultura entraba en recesión. En lo que respecta a la situación europea, la hiperinflación se apoderó de la economía alemana, no pudiendo pagar las enormes reparaciones de guerra impuestas tras la I Guerra Mundial. En otros países los conflictos sociales iban en aumento.

Durante la gran depresión económica, en aquellos años dado que la doctrina clásica ya no era capaz de poder adoptar a la realidad la economía de esa época hubo un hombre que vino a revolucionar todo el concepto de la economía: el ingles, **JHON MAYNARD KEYNES**.

Keynes sin duda él más importante economista de la primera mitad del siglo XX. Nació en 1883 exactamente en el año en el que murió Karl Marx él más importante economista del siglo XIX. Falleció en 1946, 10 años después de la publicación de la revolucionaria obra TITIE general **Theory of emplyment, interest and money**. Fue alumno de Alfred Marshall, en cambridge, y su primer libro fue **Currency and Finance** el cual trataba de problemas monetarios y fue publicada en 1913.¹⁴

Cuando los precios de las acciones se desmoronaron en Wall Street en octubre de 1929 con el mercado de títulos, los bancos estadounidenses empezaron a exigir el pago de los préstamos que habían concedido a otros países, al igual que a personas individuales que no podían devolverlos. Al mismo tiempo, aquellas personas que tenían depositado el dinero en los bancos perdieron la confianza y empezaron a retirarlo. Al no tener dinero para devolver los depósitos, muchos bancos empezaron a quebrar. La escasez de dinero implicaba que había menos dinero para invertir en las industrias y menos dinero para comprar productos agrícolas e industriales. En 1932 la mayor parte de los bancos de Estados Unidos habían tenido que cerrar.

¹⁴ Jose P Rossetti, introducción a la economía, Ed. Harla, México 1981, pag 67



La crisis provocó grandes tasas de desempleo y desocupación: catorce millones de personas en Estados Unidos, seis en Alemania y tres en el Reino Unido. En Australia la tasa de desempleo era incluso mayor que en Estados Unidos y el Reino Unido juntos. La diferencia entre las clases bajas y las altas era de aproximadamente de 600 veces. Se estima que la quinta parte de la población británica vivía por debajo del umbral de pobreza a mediados de la década de los años 30.

El PNB bajo de 103 mil millones en el año 1929 a 55.6 mil millones en el año de 1933. La inversión descendió de 15.7 en el año de 1929 a 2.5 en el año de 1933, con respecto al porcentaje del PNB.

Por lo tanto esta crisis afectó tanto a las familias como a las empresas, las familias perdieron sus casas y sus ahorros de toda la vida, y más de 85000 empresas se declararon en quiebra, por ejemplo la industria de la construcción tuvo una caída del 95%.

En muchos países la Gran Depresión provocó un cambio en las actitudes políticas y en la actuación de los gobiernos a favor de medidas promotoras del estado del bienestar. Pero la Gran Depresión también creó las condiciones para que estallara la II Guerra Mundial.

Keynes, Durante la I Guerra Mundial trabajó para el Tesoro británico y fue representante de su país en la Conferencia de Paz de París (1919). Se opuso a los términos económicos del Tratado de Versalles y dimitió como representante para después escribir **Las consecuencias económicas de la paz** (1919), en el que predijo con acierto que las enormes indemnizaciones de guerra impuestas a Alemania la empujarían hacia un nacionalismo económico y a una reaparición del militarismo. Después Keynes analizó con detenimiento los problemas relativos a las largas recesiones en su obra más famosa, **La teoría general sobre el empleo, el interés y el dinero** (1936). En esta obra argumenta la defensa de programas económicos que ya se estaban ensayando en el Reino Unido y en Estados Unidos por el presidente Franklin D. Roosevelt. Keynes propone la inexistencia de mecanismos de ajuste automático que permitan a la economía recuperarse de las recesiones. Poco después de que Inglaterra entrara en la II Guerra Mundial, Keynes publicó **Cómo pagar la guerra** (1940), en el que proponía que una parte de todos los salarios fuera invertida en bonos del gobierno

Cuando estallo la guerra en 1914, el mundo era muy distinto al del año 1939. el servicio civil de aquellos tiempos era apropiado para un mundo liberal en el cual el principal objetivo del gobierno era no gobernar en forma improvisada.¹⁵

¹⁵ Robert Lekachman, La Teoría General de Keynes (informe de tres décadas)Ed. FCE, México 1974 pag. 44



En 1942 recibió el título de barón, y dos años más tarde dirigió la delegación británica para la Conferencia Monetaria y Financiera de las Naciones Unidas, la Conferencia de Bretton Woods, en la que promovió la creación del Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo y el Fondo Monetario Internacional.

Las ideas de Keynes han influido de forma determinante en el diseño de la política económica de muchos países desde la II Guerra Mundial, sustrato de una nueva escuela de pensamiento económico denominada keynesianismo; muchos economistas consideran que su **Teoría general sobre el empleo, el interés y el dinero** es una de las obras teóricas más importantes del siglo XX.

La teoría general de Keynes fue aceptada por:

Primero, por que era necesaria una teoría de la demanda efectiva, y por otro tanto una teoría del empleo en la época (1936), cuando se publicó su teoría general.

Segundo, por que cuando apareció la teoría general, el mundo estaba sumido en una depresión que duraba ya seis años, y las teorías existentes no podían ofrecer una solución, del mismo modo que podían explicar sus causas.¹⁶

2.1 EL MODELO KEYNESIANO DE CRECIMIENTO ECONOMICO.

El enfoque Keynesiano considera al sector monetario como determinante de la tasa de interés, la cual determina a su vez las variables del sector real. De esta manera Keynes integra las variables reales y monetarias; en su análisis trata de explicar la función de la economía, el alcance de ésta y la producción.

¹⁶ Gillman Joseph M, Prosperidad en Crisis, Crítica del Keynesianismo. Ed Anagrama Barcelona 1965 pag 129



MEXDER



El Sistema Keynesiano se puede representar con las siguientes ecuaciones:

$$Y = C + S$$

$$S = S(Y)$$

$$I = I(r)$$

$$MD = M1 + M2$$

$$M1 = M1(Y)$$

$$M2 = M2(r)$$

$$Ms = MD$$

En donde:

Y = Ingreso Nacional.

C = Gastos de Consumo

I = Gastos de Inversión

S = Ahorro

r = Tasa de Interés

MD = Demanda de Dinero

M1 = Demanda de dinero (Motivo transacción y precaución)

M2 = Demanda de dinero (Motivo especulación)

MS = Existencia de Dinero u Oferta de dinero.



Supuestos del Sistema Keynesiano:

- a) Economía Cerrada (no incluye tampoco al sector gubernamental).
- b) Se dan las existencias de Capital, la fuerza de trabajo y el estado de la tecnología (es decir, el análisis se ocupa del corto plazo)
- c) M_s se determina de manera exógena, hay dos requisitos de equilibrio:
- e) El ahorro planeado equivale a la inversión planeada, y
- f) La cantidad de dinero que se solicitó equivale a la cantidad que se entregó.

Estas condiciones de equilibrio se pueden expresar así:

$$S = I$$

$$M_D = M_S$$

De donde podemos anotar:

$$S(Y) = I(r)$$

$$S(Y) - I(r) = 0$$

Y

$$M_D = M_1 + M_2$$

$$M_D = M_1(Y) + M_2(r)$$

$$M_D = M_S$$

$$M_S = M_1(Y) + M_2(r)$$

$$M_1(Y) + M_2(r) - M_S = 0$$



La primera ecuación muestra el equilibrio en el sector real de la economía, mientras la segunda ecuación representa el del sector monetario. La solución para estas dos ecuaciones es rE y YE , es decir, el valor de equilibrio de la tasa de interés y del nivel de ingreso nacional.

En este sistema los cambios operados en las variables del sector monetario no sólo afectan a éste, sino que también influyen en el sector real, cambiando sus variables; bajo el supuesto de una economía en estado de equilibrio en donde la tasa de interés es rE y el nivel de ingreso es YE ; así, la cantidad de ingreso que la comunidad está dispuesta a ahorrar es igual al valor de los nuevos bienes de capital que la comunidad está dispuesta a comprar, de acuerdo con la tasa de interés actual (rE). Este nivel de ingreso y tasa de interés hacen que la comunidad desee ahorrar más. Pero las decisiones de los ahorradores no afectan el comportamiento de los inversionistas, por tanto, el ahorro planeado excederá a la inversión planeada.

A medida que la gente trate de ahorrar más a un nivel de ingreso dado dedicará menos de ese ingreso al consumo, y los productores de bienes de consumo no podrán vender su producto total y se verán obligados a reducir su producción y empleo. Lo anterior reducirá el ingreso y la cantidad de ahorro actuales; lo que a su vez reducirá la cantidad de demanda de dinero para transacción, lo que provocará la existencia de dinero disponible para especulaciones. Esta cantidad mayor de dinero no será guardada por la comunidad a menos que disminuya la tasa de interés. Esto alentará a los empresarios a que inviertan más, por lo que aumentará la demanda de bienes de inversión y la producción de bienes de capital.

Los efectos de este desorden serán:

- Nuevo equilibrio con una (r) y (Y) menores.
- Cambio en la composición del ingreso de Y entre C y I .

Por otro lado si existe un desequilibrio en el mercado de dinero, habrá resultados similares. Si suponemos un aumento en la cantidad de oferta de dinero al nivel de ingreso actual, el equilibrio en el mercado de dinero ya no se sustentará.

El exceso de la oferta de dinero, de acuerdo con la tasa de interés actual (rE) y el nivel de ingreso (YE), traerá un desequilibrio que se resolverá con el cambio de la tasa de interés o el ingreso, es decir la demanda de dinero debe aumentar, esto sucederá cuando disminuya la tasa de interés o cuando se incremente el ingreso nacional, o ambos; con lo que se alteraran las condiciones de equilibrio del sector real.



La oferta excesiva de dinero hará que disminuya la tasa de interés, y de ese modo se incrementará la demanda de dinero. La baja de la tasa de interés incentivará a la inversión, lo que traerá un aumento en los ingresos, que provocará un alza en la demanda de dinero. Lo que llevará a una nueva posición de equilibrio, donde la tasa de interés y el nivel de ingresos serán mayores.

El equilibrio exige no sólo la igualdad entre el ahorro y la inversión sino también la de la oferta y demanda de dinero, de otro modo el tipo de interés variaría y con él, la inversión.

El tipo de interés es, según Keynes un fenómeno monetario, el instrumento que equilibra la oferta y demanda de dinero; o mejor dicho el tipo de interés resulta del enfrentamiento de la oferta de dinero sobrante, una vez atendidos los motivos transacción y precaución, con la demanda por motivo especulación.

El proceso de ajuste entre la oferta y demanda de dinero es lo que lleva a cambios en las variables reales (concretamente en la renta — ingreso— vía inversión), y a través de ellas en la demanda de dinero. Se vuelve al equilibrio en parte por cambios en la renta y en parte por cambios en la tasa de interés. La tasa de interés se puede considerar como la variable clave al influir en la inversión y ésta a su vez sobre la renta.¹⁷ Para Keynes la causa del inadecuado nivel de inversión se encuentra en lo atractivo que resulta mantener el dinero como activo, en vez de capital productivo.

2.1.1 TEORÍA DE LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ.

Para complementar el análisis del sistema o modelo keynesiano de crecimiento económico, nos valdremos de la "Teoría de la preferencia por la liquidez".¹⁸

"Según Keynes las personas ahorran o desean guardar su dinero por que tienen miedo o incertidumbre hacia el futuro".

Las personas que poseen riqueza la pueden guardar bajo alguna de las siguientes formas: como dinero, como "valores", o como bienes de capital.

¹⁷ Argadoña Ramirez Antonio. La Teoría Monetaria moderna: De Keynes a la década de los 80's. Edith. Ariel 1981 pp 55

¹⁸ Zamora Francisco. Tratado de Teoría Económica. Edit. F.C.E. 1977, pp. 594-601.



La posibilidad de cambiar la riqueza poseída dependerá de la forma bajo la cual se posea; la posibilidad será máxima si ésta se halla bajo la forma de dinero, y mínima cuando asume la de bienes de capital. A la posibilidad de cambiar la riqueza se le llama **liquidez**, de lo cual se deduce que nada puede ser más líquido que el dinero.

Para Keynes el deseo de guardar dinero bajo alguna de las tres formas antes citadas, obedece a tres causas o motivos principales:

I) **Motivo Transacción.**- Las personas tienen la necesidad de disponer de medios de cambio que faciliten la consumación, de las transacciones corrientes, como es el caso de la compra de artículos de consumo diario, pagos por hacer al contado, etc.

II) **Motivo Precaución.**- Este motivo responde a la conveniencia de precaverse contra el riesgo de no contar con fondos para llevar a cabo gastos imprevistos, sin recurrir al crédito.

III) **Motivo Especulación.**- Se guarda dinero con el propósito de mantenerlo prevenido, para no dejar que se escape la ocasión de obtener lucro especulando sobre los precios. Cuando el precio de los bonos descienda resultará ventajoso para los especuladores comprarlos, sacrificando la liquidez para ganar una atractiva ganancia. Cuando aumente el precio de los bonos ocurrirá lo contrario, la baja correlativa de la tasa de interés que rinden, haría preferible para los especuladores venderlos, o sea adquirir liquidez.

Al respecto Keynes opinaba que la suma que familias y empresas atesoran movidas por los dos primeros motivos es prácticamente constante (al depender del ingreso o renta) mientras los ingresos totales no cambien. Así la preferencia por la liquidez que determina el motivo-transacción y el motivo-precaución es para Keynes una función del ingreso, no la afectan en cambio las modificaciones del tipo de interés. Lo contrario sucede con la preferencia por la liquidez que el motivo-especulación origina; varía cuando varía la tasa de interés y por tanto es función de ésta.

La tasa de interés que efectivamente pagan los "valores" sobre el precio que alcanzaron en el mercado, varían en relación inversa con ese precio, aquélla (i) baja cuando el precio de éste (valor) sube, y viceversa.

La preferencia por la Liquidez cambia en sentido contrario de las variaciones previstas de la tasa de rendimiento (o tipos de interés) correspondientes a los títulos en que operan los especuladores: la preferencia por la liquidez será más grande cuanto más pequeña sea la respectiva tasa de interés.



Hay que tener presente, primero, que los especuladores estiman el tamaño de la tasa de rendimiento que esperan del capital que invierten, por comparación con el tipo corriente de interés prevaleciente en el sector de la economía donde actúan; segundo que las diferencias entre las tasas de rendimiento que comprenden a inversiones diferentes suscitan los Movimientos de capital que lo llevan de las que rinden menos a las que rinden más; y tercero que estos movimientos de capital, son los que tienden a unificar los diferentes tipos de interés corriente.

Cuando la tasa de interés corriente es baja y por tanto es alto el precio de los valores; los propietarios de éstos querrán salir de ellos, puesto que el ingreso que les procura es pequeño, en tales condiciones crecerá la preferencia por la liquidez reforzada por la confianza de los especuladores, en que las respectivas tasas de interés tenderán a subir en el futuro próximo, (al aumentar la demanda de valores, el precio de éstos bajará y por tanto la tasa de interés subirá).

Es de suponerse que lo contrario sucederá al ser alta la tasa de interés corriente, los especuladores preverán que pronto bajará, con la elevación consiguiente del precio de los títulos, lo que ocasionará la baja de la tasa de interés, esto inducirá a los especuladores a comprar títulos mientras estén baratos y el tipo de interés que dan sea por consiguiente alto.

Como Keynes escribe: "La tasa de interés es el precio que equilibra el deseo de conservar riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último; lo que implica que si la recompensa por desprenderse en efectivo se redujera, el volumen total de éste que el público desearía conservar excedería la oferta disponible, y que si la tasa de interés se elevara habría un excedente de efectivo, que nadie estaría dispuesto a guardar. Si ésta explicación es correcta la cantidad de dinero es el otro factor, combinado con la preferencia por la liquidez, que determina la tasa real de interés en circunstancias dadas."¹⁹

2.2. LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

El cambio en los ámbitos financiero y económico de México en los últimos veinte años se puede explicar por factores internos y externos. Dentro de los factores internos podemos considerar a los elementos políticos y económicos que ocurren en el país, tales como los cambios sexenales, la competencia electoral de los partidos políticos, las manifestaciones populares de protesta contra los regímenes establecidos, las políticas de gasto, el tipo de cambio, las políticas comerciales, monetarias, financieras, entre otros elementos.

¹⁹ John Maynard Keynes. Teoría general de la Ocupación el interés y el dinero. Edit. F.C.E. 1981, pp 152.



Los factores externos que han provocado los cambios financieros y económicos en México se pueden resumir en una sola palabra: GLOBALIZACIÓN. La Globalización es "el proceso de aumento de la interacción internacional y entre sí de ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas"²⁰, y que viene acompañada de apertura comercial y financiera, desregulación y privatización en el ámbito económico y democratización en el ámbito político, este último aspecto es el que en la mayoría de las ocasiones provoca que se den los cambios internos que afectan a un país.

Cuando hablamos de una globalización de ideas, estamos hablando de una idea generalizada de que la economía de mercado y la democratización son los parámetros por excelencia que permitirán a las economías salir adelante, dando lugar a una introducción o reintroducción al sistema capitalista a aquellos países que se encontraban inmersos en un régimen político de corte socialista y/o comunista.

En cuanto a la información, se refiere a la cada vez mayor integración de las tecnologías de computación, telecomunicaciones y medios de información, que a su vez dan paso a la globalización del capital facilitando las transferencias electrónicas entre países e incluso entre continentes, así como por la disponibilidad de información más completa y oportuna.

La globalización de bienes y servicios se acentuó con el establecimiento de organizaciones mundiales que fomentan el comercio, así como por la hegemonía estadounidense. Pero todos estos aspectos no hubieran dado paso a la globalización sin un elemento muy importante, la globalización de las personas, que se da mediante la posibilidad de viajar e interactuar de los individuos.

Tal proceso de globalización ha generado que cada día se vuelva más competitivo el mercado internacional provocando una mayor dependencia entre las naciones y obligando a las economías, que aún no lo han hecho, a integrarse paulatinamente a tal proceso.

2.2.1 Definición de la Globalización financiera

Es importante entender que, más que nunca, en el capitalismo actual las finanzas dictan el ritmo de la economía, y en este sentido, hay un predominio financiero en la actividad económica.

²⁰Heyman Thimoty, "Inversión en la globalización". Ed. BMV, Milenio, IMEF, México 1997, p. 6



Una vez identificada la internacionalización de las finanzas como uno de los principales efectos de la globalización mundial, resulta conveniente analizar la globalización financiera, que se define como "la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a escala mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad"²¹ y, que ha representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes de usos de fondos financieros.

La globalización financiera ha reducido las distancias entre los países, ha aumentado la competencia y ha fortalecida la tendencia a una menor regulación de los mercados, permitiendo una banca electrónica, automatizada e internacional, cuyo resultado ha generado reducir costos, proporcionar información a tiempo real, atraer más clientes, extenderse más allá de sus fronteras, pero sobretodo, aumentar el riesgo en las inversiones ocasionado por la conexión de los intermediarios financieros en todo el mundo, un mundo unido por los bloques económicos y comerciales.

La vulnerabilidad y volatilidad que exhibe en la actualidad el Sistema Financiero Mundial es consecuencia de estos procesos.

Los movimientos financieros internacionales, han llegado a ser de tal magnitud que pueden desestabilizar en muy corto plazo las finanzas de países, e incluso de regiones enteras.

2.2.2 Características.

Eliminación de las fronteras

En los últimos años la integración económica global se ha acelerado en una multitud de frentes. La liberalización del comercio se ha venido efectuando mediante la firma de tratados comerciales que eliminan las barreras arancelarias y geográficas entre los países, pero los cambios más dramáticos se han venido registrando dentro de la esfera financiera.

Así como los bienes y servicios se están trasladando a través de las fronteras y se incrementa cada vez más el volumen manejado por los exportadores e importadores, de la misma manera se incrementa la necesidad de financiar estas transacciones. Lo realmente sorprendente es que el monto que se maneja de financiación en las fronteras excede en gran cantidad al comercio dentro de las mismas, y en la mayoría de las ocasiones obedece a portafolios de inversión de carácter especulativo.

²¹ González Arechiga Bernardo y Navarrete Rodolfo, La globalización financiera mundial y sus efectos en México, México 1997, p. 22



Se ha de comprender que los cambios en las finanzas han constituido una dinámica de ámbito transnacional, ocasionando que el capital "se mueva por los más diversos y distantes lugares del planeta, atraviése fronteras y regímenes políticos, así como mares y océanos"²².

El campo geográfico de acción de los capitales especulativos, lo mismo que sus instrumentos, se han ampliado espectacularmente, a tal grado que incluso se habla del surgimiento de una "economía casino"²³ como uno de los rasgos primordiales del actual Sistema Financiero Internacional.

Esta eliminación de las fronteras por parte del capital se debe básicamente a los avances que se han registrado en la extensión del procesamiento de información y de las nuevas tecnologías de comunicación de bajo costo, logrando la interdependencia entre los mercados y sus participantes, permitiendo la rápida expansión de la banca y las finanzas mejorando la habilidad de los clientes en una parte del mundo de evaluar por sí mismos depósitos, préstamos u oportunidades de manejo de riesgos ofrecidas en cualquier otra parte del mundo en tiempo real.

Incremento de la competencia: *Existen diversos aspectos que se pueden analizar desde la perspectiva de la competencia, uno de ellos es desde el punto de vista del capital, reflejado en la oferta cada vez mayor de productos y servicios financieros avanzados y sofisticados por parte de los intermediarios financieros, que una vez liberadas las fronteras, se encuentran en gran cantidad dentro de los países emergentes. Un ejemplo de ello es la proliferación masiva de instituciones internacionales dentro de México que a partir de 1997 son más de 30*

Este incremento de entidades internacionales ha obligado a las instituciones nacionales a buscar mejorar sus productos y servicios financieros si es que desean permanecer en el mercado, y con una calidad que les permita ser competitivos ante los demás participantes.

Desde otro punto de vista, la globalización es un proceso dirigido e impulsado por las empresas, para mejorar su eficiencia operativa. Actualmente ha aparecido una nueva forma de operar entre ellas, que abarca todas las áreas funcionales con el fin de organizar sus actividades de desarrollo, producción, aprovisionamiento, mercadotecnia y financiamiento: la globalización industrial²⁴.

²² Ianni Octavio Teorías de la globalización, Ed. Siglo XXI, México 1999, p. 57

²³ Flores Olea Víctor y Mariña Flores Abelardo, Crítica de la globalidad, Ed. FCE, México 2000, p. 284.

²⁴ Tiene como rasgos distintivos el mayor fomento de la inversión extranjera directa, la promoción intensiva del comercio internacional y la colaboración más estrecha entre empresas a nivel internacional.



MEXDER



La globalización industrial está modificando el alcance y la distribución de los negocios mundiales y expandiendo la presencia e influencia de las compañías extranjeras en las economías nacionales. Está "redefiniendo a las economías locales, nacionales e internacionales, comenzando por las industrias y economías abiertas y liberalizadas"²⁵, y está extendiéndose cada vez más.

Este nuevo proceso de globalización industrial ha creado un nuevo entorno de competencia mundial, donde los factores de producción se vuelven más flexibles y las empresas están siendo reorganizadas desde una perspectiva internacional, teniendo en cuenta los nuevos patrones de especialización industrial, así como a los nuevos competidores, que modifican la posición competitiva de las empresas y de los países.

De esta manera la globalización impulsa y legitima las estrategias de internacionalización de los principales consorcios de las industrias de alta tecnología, de las altamente competitivas y de los servicios financieros y comerciales capitalistas, que se concentran geográficamente para obtener múltiples beneficios, fomentando el establecimiento en un mismo lugar de empresas nuevas y similares.

Menor regulación de los mercados

En la época de la expansión en amplitud y profundidad de los mercados mundiales de capitales, cuando las más diversas formas de capital se movilizan de un modo cada vez más acelerado y generalizado, se reducen los controles nacionales, los gobiernos han sentido que no tienen otra alternativa que desregular y liberalizar el crédito interno y los mercados financieros.

La facilidad para las transacciones financieras y su rentabilidad impiden o hacen muy difíciles los controles efectivos. Los estados padecen presiones para desregular las transferencias y los movimientos de capital de cualquier tipo, lo mismo que las opciones nacionales de inversión financiera para atraer capitales que tienden a huir de cualquier tipo de reglamentación.

La desregulación de los mercados financieros, ya sean nacionales o internacionales, no es la causa real de la globalización financiera, más bien representa "el reconocimiento formal a la imposibilidad de frenar la ampliación de las esferas de valor no productivas, en particular las de tipo especulativo, ante la crisis estructural de rentabilidad del capital productivo en el mundo"²⁶.

²⁵ Revista El Mercado de Valores, "Globalización Industrial", Nacional Financiera, México, Mayo 1998, p. 38.

²⁶ Flores Olea Víctor Manuel, "Crítica de la Globalización", Mex. ED. F. C.E. 1999.



La ola de eliminación de los controles sobre los mercados eliminó las reglas que en los países desarrollados restringían e impedían una amplia variedad de transacciones financieras, dando paso al surgimiento de nuevos instrumentos de financiamiento que en su mayoría son especulativos, tal es el caso de los futuros y los instrumentos de deuda entre otros.

Automatización de transacciones. Además de la globalización acelerada de las fuerzas de producción, los procesos económicos y las relaciones sociales, ha surgido un incremento de las telecomunicaciones, las tecnologías y los productos que se crean con redes y circuitos de información que permite a las grandes empresas y bancos internacionales mover el capital por todos los rincones del mundo.

Las nuevas tecnologías de la informática permiten transferir instantáneamente dinero y capitales desde cualquier punto del globo a otro diferente. El resultado neto ha sido la reducción del costo efectivo de los movimientos internacionales de dinero y capital.

Como es de esperarse, no sólo se han incrementado las ganancias de los recursos financieros, también se han incrementado las posibilidades de generar pérdidas a una velocidad incomprensible y que incluso llegan a arrastrar a economías completas, con movimientos de un solo individuo que inicia transacciones masivas con una sola ejecución.

2.2.3 La globalización financiera y su impacto en las empresas Mexicanas.

Los procesos de reestructuración requieren de financiamiento, no sólo para establecer programas de inversiones nuevas sino para adquirir empresas ya existentes, estrategia muy expandida como mecanismo para optimizar la capacidad competitiva de las empresas. Esto ha dado como resultado la flexibilidad normativa y operativa de los mercados financieros y de capitales, uno de los rasgos característicos del capitalismo de las últimas tres décadas. Han surgido también nuevos instrumentos de financiamiento —de futuros y de deuda, entre otros— que por la desregulación generalizada con frecuencia son altamente especulativos.



MEXDER



Paradójicamente, la especulación, alimentada por la sobré acumulación de capital, termina por competir por los recursos con los programas de inversión productiva y de expansión de las empresas. La liberalización y reorganización financiera se ha desplegado con "una doble tendencia: por un lado, mediante la fusión y coordinación de enormes entidades de poder financiero (como bancos, compañías de seguros y casas de bolsa); y por otro, mediante cierta desconcentración geográfica de las actividades bursátiles y financieras, lo que se expresa en el desarrollo mundial de los mercados emergentes. Las modalidades que privan en la actualidad en el sistema financiero, dependen del desarrollo de redes complejas y altamente vinculadas, basadas en las telecomunicaciones instantáneas"²⁷.

²⁷ Flores Olea Victor Manuel, *Crítica de la Globalización*, Mex. ED. F .C.E. 1999, pp. 231 y 232.



MEXDER



CAPITULO 3.

LA REFORMA FINANCIERA EN MEXICO (1988-1997).

El sector financiero desempeña un papel muy importante en la movilización de recursos internos y su asignación a proyectos de inversión; por ello muchos países en desarrollo se esfuerzan por acrecentar sus tasas de inversión, a fin de elevar el ritmo de crecimiento, para lo cual debe promoverse el aumento de las tasas de ahorro nacional y dar más importancia a la eficiencia económica de asignación de los recursos.

En consecuencia, cada vez se presta más atención a evaluar el papel potencial de una mejor intermediación financiera en el proceso de desarrollo económico. "Para acelerar la tasa de crecimiento económico sostenido, el sector financiero debe movilizar con eficiencia los recursos internos, asignarlos en forma eficiente para financiar nuevas actividades económicas productivas, y simultáneamente mantener la estabilidad macroeconómica."

Durante los últimos tres decenios, los gobiernos de los países en desarrollo han expresado repetidamente su compromiso de mejorar la movilización y asignación de los recursos internos por medio de sus sectores financieros. Con tal propósito, introdujeron cambios en la estructura y la Operación de sus sistemas financieros, diversamente denominados desarrollo financiero, liberalización o reforma.



3.1. OBJETIVOS DE LA REFORMA FINANCIERA.

Los objetivos básicos de la reforma del sistema financiero son los siguientes:

1. Facilitar la intermediación financiera, para trasladar sin mayores problemas recursos financieros de las unidades económicas excedentarias a las deficitarias.
2. Abaratar los costos de la intermediación financiera, a fin de que los ahorradores puedan obtener una mejor remuneración por sus ahorros y, a la vez, los usuarios del crédito puedan pagar menos por los recursos financieros.
3. Afianzar la confianza en el uso de la moneda (nacional y extranjera), para que las unidades económicas puedan mantener con menor riesgo activos financieros en moneda nacional y en divisas en su cartera total de activos.
4. Multiplicar la oferta de servicios financieros y así facilitar a los agentes económicos sus transacciones, dentro del país y fuera de él.
5. Propiciar la integración del mercado financiero formal con el informal y así superar la fragmentación del sector financiero.
6. Ayudar al proceso de la apertura comercial, para asegurar una mayor inserción de la economía nacional en la internacional.

Con base en las experiencias acumuladas en los países latinoamericanos, las áreas prioritarias en que se ha puesto énfasis especial para alcanzar los objetivos de la reforma financiera son, las que mencionan a continuación:



1. AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL. Desde el punto de vista de la ubicación, algunas veces el banco central se halla tan estrechamente vinculado al gobierno, que en realidad forma parte de él. En relación con la Directorio, éste es nombrado y removido, con mucha frecuencia, por el Presidente de la República. Ambas situaciones provocan que el banco central se convierta en un apéndice del poder ejecutivo. De ahí la intromisión y la inferencia cotidiana en las decisiones del banco central en materia de política monetaria, la política crediticia y la política cambiaria, tanto en los objetivos que se persiguen como en cuanto a los instrumentos que se utilizan. No es de extrañar que, en esas circunstancias, el banco central sucumba ante las presiones políticas. La debilidad del organismo emisor se refleja, de una parte, en el financiamiento desmedido del sector privado. El banco central es prácticamente tomado por asalto por políticos y empresarios. Los efectos no se hacen esperar y son muy conocidos:

Inflación, inestabilidad cambiaria, pérdidas del banco central (déficit cuasifiscales). Todo ello desprestigia al banco central y resta credibilidad a su política.

A fin de establecer la autonomía, se tendría que disminuir las facultades del poder ejecutivo, para nombrar y remover a los miembros del Directorio; el plazo por el cual se nombra a los miembros tendría que ser mayor que el periodo de la administración pública; los nombramientos no vencerían

Todos a la vez, sino en forma paulatina, de manera que una administración no puede tomar control de la mayoría del Directorio al comienzo de su gestión.

2. FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL. La función esencial del banco

central es la de velar por la estabilidad del valor de la moneda nacional, es decir evitar la inflación.

Si se considera conveniente otorgar verdadera autonomía al banco central, es necesario también establecer en forma precisa sus objetivos y limitar sus facultades solamente a las indispensables para alcanzarlos. Sería peligroso otorgar una amplia autonomía a una institución cuyos objetivos y facultades sean muy amplios y poco precisos.



MEXDER



La reforma del sector financiero tiende a cumplir los siguientes cometidos:

- Circunscribir el objetivo del banco central a salvaguardar la estabilidad monetaria y así evitar las tendencias inflacionarias.

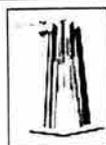
- Quitar al banco central facultades que ha propiciado la inestabilidad. Entre ellas, el otorgar directa o indirectamente financiamiento al sector público; Funcionar como entidad financiera de segundo piso para canalizar recursos a los intermediarios financieros; e incurrir irrestrictamente en endeudamiento externo para promover la producción nacional.

3. DÉFICIT CUASIFISCALES. La reforma del sistema financiero busca sanear el balance del banco central, para así reducir su déficit. Varias son las medidas propuestas: traspasar recursos del gobierno central al banco central; Trasladar la deuda externa del banco central al gobierno central; pagar las deudas que gobierno central tienen con el banco central con títulos del primero, lo que permitiría al banco central realizar sus operaciones de mercado abierto con valores del gobierno sin incurrir en erogaciones adicionales por concepto de intereses; eliminar las principales causas del déficit, tales como las garantía cambiarias, y los subsidios al tipo de cambio y a las tasas de interés; renegociar la deuda externa para disminuir el pago por concepto de intereses.

4. INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETARIA. Los bancos centrales han utilizado instrumentos directos para conducir la política monetaria, entre otros dispositivos: límites globales a la cartera de activos de los intermediarios financieros, o tasas de crecimiento máximo; límites cuantitativos al crédito para diferentes actividades o sectores; tasas de interés, pasivas y activas; comisiones y otros cargos que pueden hacerse a los clientes; monto máximo de crédito para determinados cultivos por unidad de superficie, etc.

Ese intervencionismo exagerado ha sido contraproducente en todos los países en que se ha establecido; los funcionarios del banco central, al adoptar esas medidas, pretenden suplantar las condiciones reales del mercado financiero, y olvidarse de la demanda y de las necesidades verdaderas de sus clientes; la administración de los instrumentos directos

Como los señalados ha resultado engorrosa y de un costo muy elevado; se propicia la desviación del crédito, ya que los clientes aprenden a solicitar (y los intermediarios financieros, a conceder) el crédito en las actividades para las cuales



había límite disponible o la tasa de interés era subsidiada; se pasaba por alto que, aun cuando no se hubiera dado la desviación de los préstamos, el crédito, en última instancia, sirve para financiar los proyectos marginales de consumo o de inversión de los clientes, ya que se liberan recursos financieros que los clientes destinarían a realizar el proyecto para el cual reciben el préstamo; el intervencionismo exagerado del banco central, mediante instrumentos directos, ahonda la fragmentación del mercado financiero nacional, ya que, conforme el banco central trata de dirigir y controlar el uso de los recursos en el sector financiero formal que si controla, más y más recursos se desplazan al sector financiero informal.

La reforma del sector financiero, trata de liberalizar a este, a fin de crear competencia, y eliminar privilegios en sus operaciones tanto pasivas como activas; reducir el ámbito de la discrecionalidad del banco central (y otras entidades financieras públicas) y reducir su capacidad de discriminar (es preciso establecer más bien procedimientos de carácter y aplicación generales); e integrar el mercado financiero nacional, para que las medidas del banco central surtan efecto, no solo en el mercado financiero formal sino también en el informal.

Se han establecido disposiciones para liberalizar las tasas de interés pasivas y activas, la composición y el tamaño de la cartera crediticia y las demás condiciones (plazos, garantías, etc.) de los préstamos. Por otro lado Se ha abandonado cada vez más y más la especialización de los intermediarios financieros y se ha impulsado de igual manera la banca múltiple o universal.

5 SUPERVISIÓN PRUDENCIAL. Han sido graves las consecuencias en varios países de América Latina, derivadas de los efectos de una supervisión inadecuada del sector financiero.

La quiebra o liquidación forzosa de intermediarios financieros pone en peligro la estabilidad de todo el sector. Esto se debe a la falta de confianza en el sistema financiero (retiro masivos de fondos y pánicos financieros), que ponen en peligro, en un verdadero "efecto domino", a otros intermediarios financieros. Si se permite a los intermediarios financieros en dificultades cerrar sus puertas, ello afecta sobre todo a los ahorradores:



Éstos pierden confianza en los intermediarios financieros y reducen su tenencia de activos monetarios. Si el banco central interviene (emite dinero) para salvar a los intermediarios financieros, se siguen dos consecuencias negativas; de una parte, se envía un mensaje equivocado a las demás entidades financieras, en el sentido de que pueden asumir mayores riesgos, ya que el banco central, ante alguna eventualidad, intervendrá para rescatarlas, por otra parte la operación de salvamento tiene efectos macroeconómicos inconvenientes, así como en la asignación de recursos financieros, inmovilizados en carteras crediticias de dudosa recuperación.

La causa fundamental de esa evolución es la falta de un sistema adecuado de supervisión prudencial. La liberalización del sector financiero sin la debida supervisión es un camino que rápidamente lleva al colapso del sistema financiero.

Reconocido ese hecho, recientemente se ha puesto gran empeño en mejorar la supervisión prudencial. El esfuerzo ha sido significativo, ya que ha resultado necesario adecuar la legislación, capacitar al personal y modificar la organización institucional, a fin de poder cumplir con el cometido de establecer un sistema amplio y ágil de supervisión, de información, y en algunos casos hasta de intervención directa y control de intermediarios financieros.

6. RÉGIMEN CAMBIARIO. Dos hechos se han dado en los países latinoamericanos: se ha reconocido la gran importancia que tiene el régimen cambiario en el funcionamiento del sistema financiero en particular y en toda la economía en general, y se ha procedido, a ejercer un intervencionismo marcado y a establecer controles administrativos a granel. Se ha aceptado que el régimen cambiario, al influir en el tipo de cambio, determina uno de los precios principales de la economía: el precio de la moneda nacional en moneda extranjera. El tipo de cambio, al afectar el precio de las importaciones, incide en forma apreciable en el nivel general de precios, y al determinar la cantidad de moneda local que los productores reciben por sus exportaciones, gravita sobre la competitividad de los productores en los mercados internacionales. Por lo tanto se introducen distorsiones importantes en la economía, al fijarse administrativamente y discrecionalmente el precio de las divisas, lo cual incide en el comportamiento de los consumidores, de los ahorradores y de los inversionistas, y se entorpece la entrada de capitales provenientes del extranjero.

Es prácticamente imposible atraer capitales a un país en el que la entrada es fácil, pero la salida difícil e incierta. Así pues, son dos los objetivos de la reforma del régimen cambiario.



MEXDER



El primero es el de permitir a las fuerzas del mercado (oferta y demanda) desempeñar un papel preponderante en la fijación del tipo de cambio. Inicialmente, se opta por una flotación dirigida, según la cual el banco central intervendría en el mercado cambiario (compras y ventas) para mantener el tipo de cambio dentro de una banda previamente establecida por él mismo. Otro aspecto importante es que el banco central no asumiría el riesgo de comprar los sobrantes ni vender los faltantes a los intermediarios financieros.

Deben evitarse las fluctuaciones severas del tipo de cambio, por los efectos que tienen en los flujos de capital, en la competitividad de los exportadores, en la inflación y en las decisiones de inversión. El segundo objetivo de la reforma es lograr la apertura de la cuenta de capital. La idea es permitir la libre convertibilidad de la moneda nacional. La apertura de la cuenta de capital presenta dos riesgos bien conocidos; el primero es la fuga de capitales hacia el exterior, causada ya por la inestabilidad macroeconómica interna, ya por una demanda reprimida de los agentes económicos de diversificar su cartera de activos; el segundo peligro es un ingreso excesivo de capitales del extranjero, o sea el fenómeno contrario, esto ocurriría si las tasas de interés reales, en el mercado financiero interno, se mantienen sustancialmente por encima de las vigentes en el mercado internacional; de ahí necesidad de que la reforma del régimen cambiario

Vaya acompañada de la estabilidad macroeconómica (inflación en un nivel igual al de la internacional) y del equilibrio en las finanzas públicas.

7. ENTES FINANCIEROS ESTABLES. En ciertos países las entidades financieras del Estado representan una porción significativa del sector financiero y, por consiguiente, ejercen una influencia importante en todo el sistema financiero.

Los resultados financieros son muy pobres (alta proporción de la cartera de crédito incobrable, pérdidas de capital, rentabilidad baja o nula); se realiza una mala asignación de importantes recursos financieros, ya que su orientación no está basada en las señales del mercado y en la prudencia financiera, sino en otros criterios (favoritismos, subsidios de las tasas de interés); los márgenes financieros con que operan esas instituciones, en vista de su burocratización y de su politización, son muy elevados, con el consiguiente efecto en los costos de intermediación. Así pues los intermediarios financieros estatales obstaculizan la competencia en el sistema financiero y, por ende, su adecuado funcionamiento; los intermediarios financieros estatales tienen con frecuencia una influencia política exagerada.



MEXDER



La reforma del sistema financiero busca, en este campo, dos objetivos:

Reducir el tamaño del subsector financiero estatal y mejorar la eficiencia de dicho subsector. El primero se lograría mediante varias medidas: la transformación de los bancos especializados en entidades bancarias de fines múltiples; la fusión de algunas de las entidades financieras, a fin de Alcanzar su saneamiento financiero; la venta de algunos de los intermediarios financieros estatales al sector privado.

8. ALCANCES DEL SECTOR FINANCIERO. Debe tenerse claro que los sistemas financieros nacionales han cambiado considerablemente debido a la evolución experimentada por el sistema financiero internacional. En efecto cada día tiene menos sentido referirse a la autonomía, independencia o soberanía del sistema financiero nacional. Esos conceptos han perdido, en tiempos recientes, su antiguo significado. Hoy en día la internacionalización o globalización de los mercados financieros ha alcanzado una amplitud y profundidad excepcionales. Los efectos se transmiten principalmente por los cambios de las tasas de interés, las modificaciones de los tipos de cambio y los movimientos de capital.

9. ASPECTOS MICROECONOMICOS. Las condiciones de entrada no deben dificultar ni entorpecer la aparición de nuevos intermediarios. Por otro lado la innovación permanente es indispensable para ofrecer nuevos servicios a los usuarios. Los intermediarios deben suministrar al público en forma periódica, información detallada y debidamente certificada sobre su situación financiera, a fin de atraer nuevos clientes.

La reforma del sector financiero ha encontrado serios impedimentos; los principales se mencionan a continuación:

Rentables se dejan de realizar, además de que los mercados financiero incompletos pueden tener un efecto regresivo sobre la distribución del ingreso.

La liberalización o reforma financiera, son medidas encaminadas a hacer que el Sistema Financiero responda mejor a las fuerzas del mercado y sea más competitivo.



MEXDER



Los elementos de la Reforma o liberalización Financiera son:²⁸

- 1) Reforma al régimen de tasas de interés con apoyo de los procesos de control monetario; con base en el desarrollo de mercados de efectivo.
- 2) Reforma de regulación prudencial y del sistema supervisor.
- 3) Recapitalización y reestructuración de Instituciones Financieras débiles.
- 4) Medidas para robustecer la competencia entre bancos.
- 5) Reforma de regulaciones selectivas de crédito.
- 6) Desarrollo del Mercado de Capitales a largo plazo.

Los motivos de la Reforma financiera según Barry Johnston:

- Asegurar una eficiente asignación de los recursos
- Y promover el ahorro

Los prerrequisitos para el éxito de la liberalización financiera:

- 10 Estabilidad Macroeconómica.
- 20 Adecuada supervisión Bancaria.
- 30 Estabilidad de precios.
- 40 Disciplina fiscal y credibilidad política.

Instrumentación eficiente de la Política Monetaria:

- Precios estables.
- Pleno empleo.
- Rápido crecimiento económico.

²⁸ R. Barry Johnston "Relación secuencial de la Reforma Financiera" en la Liberalización e innovación financiera. México 1995 pág. 175-185.



3.2. LAS FINANZAS EN MÉXICO.

Hasta finales de los ochenta, el sector financiero mexicano era un claro ejemplo de represión financiera: el gobierno canalizaba forzosamente para sí la mayoría de los recursos captados por la banca comercial; como se mencionó en otros capítulos, las instituciones de crédito que pertenecían a la iniciativa privada estaban reguladas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México mediante tres instrumentos antes mencionados:

1. Existía el encaje legal, que implicaba un crédito obligatorio en favor del sector público sin costo o tasas bajas.
2. Se establecieron controles cuantitativos al crédito de acuerdo con un esquema conocido como "sistema de cajones selectivos", los intermediarios tenían la obligación de mantener una determinada proporción de sus carteras en préstamo asignada a ciertos sectores "prioritarios", como la agricultura, o a las pequeñas y medianas empresas.
3. Tanto las tasas activas como pasivas eran determinadas por las autoridades y solían permanecer fijas por períodos muy largos. La alta y volátil inflación que prevaleció desde 1976 a 1988 muchas veces generó tasas reales de rendimiento negativas. El mercado de valores desempeñaba un papel muy limitado dentro de este contexto.

Este Sistema financiero sencillo, especializado y regulado funcionó bastante bien durante los primeros años de la industrialización mexicana, durante los años cincuenta y sesenta, el gobierno recurrió muy poco al financiamiento inflacionario. Durante la década de los setenta, las autoridades realizaron una serie de reformas al sistema financiero. El objetivo era darle mayor flexibilidad a las tasas de interés y en hacer más eficientes las operaciones bancarias.

En 1974, entró en vigor la legislación para incrementar las operaciones que podían realizar los bancos comerciales y surgió la "banca múltiple" o "banca universal", una misma institución podía ofrecer múltiples servicios a través de una o varias subsidiarias. Con la Ley de Mercado de Valores (1975), se desarrollaron los intermediarios financieros no bancarios, y la Comisión Nacional de Valores supervisa y regular las operaciones en los mercados de capitales y de dinero.



MEXDER



Pese a estas reformas los acontecimientos de los últimos 20 años demostraron que el sistema era demasiado rígido para funcionar de manera adecuada en épocas de moderada o elevada inflación. El control monetario se torno cada vez más limitado. El mantener el tipo de cambio fijo a principios de los setenta, cuando se aceleró la inflación, ejerció presión sobre la balanza de pagos al apreciarse el tipo de cambio real. Como no se permitió que las tasas de interés respondieran suficientemente a una inflación más alta se alimentó también el proceso de fuga de capitales, profundizándose los desequilibrios externos.

Al hacer un cuidadoso examen de los acontecimientos que desembocaron en las crisis de 1976 y 1982 en términos de mercados financieros, se ha llegado a la conclusión de que los controles cuantitativos de crédito (y la combinación de tasas de interés y tipo de cambio) estuvieron muy ligados al proceso en el que ocurría simultáneamente fuga de capitales privados y endeudamiento privado externo en los meses anteriores a las devaluaciones. Los bancos se veían obligados a racionar el crédito sin la intervención gubernamental, en un ambiente de dolarización y las empresas tenían que endeudarse en el exterior para poder seguir operando.

Los bancos habían sido golpeados por las devaluaciones, la dolarización y la fuga de capitales, de tal suerte, que cuando fueron nacionalizados en 1982, se encontraban en una situación delicada.

Por otro lado la experiencia de largo plazo sugiere que los cambios en el sector financiero puedan afectar no sólo el nivel de intermediación financiera sino también el volumen global de ahorro. Los incrementos en el ahorro privado y público pueden contribuir de manera real al crecimiento, ya que están asociados a niveles más altos de inversión interna. Para sostener una tasa

3. Tanto las tasas activas como pasivas eran determinadas por las autoridades y solían permanecer fijas por períodos muy largos. La alta y volátil inflación que prevaleció desde 1976 a 1988 muchas veces generó tasas reales de rendimiento negativas. El mercado de valores desempeñaba un papel muy limitado dentro de este contexto.



Este Sistema financiero sencillo, especializado y regulado funcionó bastante bien durante los primeros años de la industrialización mexicana, durante los años cincuenta y sesenta, el gobierno recurrió muy poco al financiamiento inflacionario. Durante la década de los setenta, las autoridades realizaron una serie de reformas al sistema financiero. El objetivo era darle mayor flexibilidad a las tasas de interés y en hacer más eficientes las operaciones bancarias.

En 1974, entró en vigor la legislación para incrementar las operaciones que podían realizar los bancos comerciales y surgió la "banca múltiple" o "banca universal", una misma institución podía ofrecer múltiples servicios a través de una o varias subsidiarias. Con la Ley de Mercado de Valores (1975), se desarrollaron los intermediarios financieros no bancarios, y la Comisión Nacional de Valores supervisa y regular las operaciones en los mercados de capitales y de dinero.

Pese a estas reformas los acontecimientos de los últimos 20 años demostraron que el sistema era demasiado rígido para funcionar de manera adecuada en épocas de moderada o elevada inflación. El control monetario se torno cada vez más limitado. El mantener el tipo de cambio fijo a principios de los setenta, cuando se aceleró la inflación, ejerció presión sobre la balanza de pagos al apreciarse el tipo de cambio real. Como no se permitió que las tasas de interés respondieran suficientemente a una inflación más alta se alimentó también el proceso de fuga de capitales, profundizándose los desequilibrios externos.

Al hacer un cuidadoso examen de los acontecimientos que desembocaron en las crisis de 1976 y 1982 en términos de mercados financieros, se ha llegado a la conclusión de que los controles cuantitativos de crédito (y la combinación de tasas de interés y tipo de cambio) estuvieron muy ligados al proceso en el que ocurría simultáneamente fuga de capitales privados y endeudamiento privado externo en los meses anteriores a las devaluaciones. Los bancos se veían obligados a racionar el crédito sin la intervención gubernamental, en un ambiente de dolarización y las empresas tenían que endeudarse en el exterior para poder seguir operando.

Los bancos habían sido golpeados por las devaluaciones, la dolarización y la fuga de capitales, de tal suerte, que cuando fueron nacionalizados en 1982, se encontraban en una situación delicada.



Por otro lado la experiencia de largo plazo sugiere que los cambios en el sector financiero puedan afectar no sólo el nivel de intermediación financiera sino también el volumen global de ahorro. Los incrementos en el ahorro privado y público pueden contribuir de manera real al crecimiento, ya que están asociados a niveles más altos de inversión interna

Para sostener una tasa aceptable de expansión del ingreso per cápita, se requiere aumentar la tasa de ahorro, a través de una disciplina fiscal adicional y de más ahorro privado, tanto interno como externo.

Dichas medidas implican ajustes fiscales, la reducción de ciertos subsidios al sector privado y la renegociación de la deuda externa.

Es por ello que es tan importante, la necesidad de poder contar con un mercado de derivados en el cual las empresas puedan tener la opción de poder cubrir sus inversiones.

3.2.1 “LA REFORMA FINANCIERA EN MÉXICO.”

“Podría sostenerse que la reforma financiera en México, tiende a modificar las instituciones financieras por lo menos en las siguientes cinco áreas”:

a) Liberalización financiera: Sistema por el cual la política monetaria se lleve a cabo principalmente a través de operaciones de mercado abierto, y dejar que las tasas de interés respondan de manera rápida a los choques internos
Y externos.

b) Innovación financiera: La creación de instrumentos que hagan posible que la gente se proteja de la inflación y la incertidumbre cambiaria.



MEXDER



c) Fortalecimiento de los intermediarios financieros: Adopción de medidas que permitan a las instituciones financieras captar un mayor número de clientes y darles acceso a una variedad de servicios al menor costo posible.

d) Privatización de la banca comercial.

e) Financiamiento del déficit gubernamental, en lugar de sustituir el financiamiento a través de requisito de reserva obligatoria por créditos del Banco Central, el gobierno deberá financiarse mediante una mayor colocación de instrumentos de deuda no inflacionarios en los mercados de crédito.

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA²⁹. - La liberalización financiera iniciada en noviembre de 1988 y concluida en su mayoría en 1990, fue posible gracias a la recuperación de las finanzas públicas, el desarrollo del mercado de dinero y una regulación prudencial (aparentemente) adecuada. Su instrumentación significó dejar de controlar las tasas de interés sobre los activos y pasivos de la banca; eliminar las cuotas crediticias y todo tipo de préstamos obligatorios y reducir y eliminar el encaje legal y los coeficientes de liquidez. Entre la década de los cincuenta y principio de los ochenta, el control de los agregados de crédito se llevó a cabo esencialmente a través de los controles cuantitativos sobre los intermediarios mediante la imposición de requisitos de reserva, sistema de cajones selectivos, tasas de interés activas determinadas por el Banco de México y no como respuesta a las condiciones prevalecientes en el mercado como se mencionó en capítulos anteriores. La modificación de este rígido sistema se inició en 1978, cuando las autoridades emitieron Certificados de la Tesorería de la Federación' (CETES), como un intento para desarrollar un mercado de dinero. Sin embargo las operaciones iniciales fueron muy pequeñas, carecían de mercado secundario y los rendimientos eran fijados por las autoridades. No fue sino hasta el último trimestre de 1982 cuando se permitió a los participantes en las subastas de **CETES** presentar sus ofertas en términos de montos y rendimientos. Un incipiente mercado primario y secundario se desarrolló después con rapidez y el sistema de subastas siguió mejorando paulatinamente.

²⁹ Mansell Carstens Caillierine. "Las Finanzas Populares en México." Edit. ITAM. México 1995. pág. 18



MEXDER



Desde otoño de 1988, las autoridades monetarias trataron de seguir un enfoque pragmático con respecto a las tasas de interés dejando que el mercado

Funcionara. A pesar de los enormes gastos que implicó el servicio de la deuda interna y de la tentación de frenar la significativa alza de las tasas de interés en condiciones externas volátiles y expectativas desfavorables, la política del gobierno mantuvo su firmeza para crear una reputación de prudencia monetaria y fiscal.

Aun cuando las tasas de interés reales estuvieron por encima de 30% anuales, la respuesta en términos del ahorro financiero no fue inmediata. De hecho casi durante todo el período 1983-1989, la velocidad de la definición más amplia del dinero (M4) conservó su más alto nivel después de la devaluación. Después de las noticias favorables sobre la negociación de la deuda, la privatización de los bancos comerciales y él inició de la negociación de un Tratado de Libre Comercio con Canadá y los Estados Unidos, las tasas de interés comenzaron a bajar y la intermediación financiera aumentó al no satisfacerse la repatriación de capitalès.

La segunda fase del proceso de liberalización financiera se inició en 1988, con la eliminación de los cajones de crédito a los sectores de alta prioridad, y continuando con la supresión de los requisitos de reserva obligatoria. El anterior régimen de una reserva mínima para créditos fue sustituido por un requisito de liquidez, que únicamente estableció la obligación de mantener el 30% de la cartera en bonos del gobierno.

Eliminar las distintas formas de control crediticio sin propiciar efectos macroeconómicos implicaba contar con sólidas finanzas públicas y con un mercado de deuda gubernamental que funcionara razonablemente bien. Con Estas medidas, el proceso de liberalización de un sistema financiero reprimido para lograr un esquema basado en principios de mercado y de transparencia quedo esencialmente concluido.



INNOVACIÓN FINANCIERA.³⁰ - Otra tarea crucial consistió en crear nuevos instrumentos financieros para permitir al público que transfiera recursos en el tiempo, financie sus proyectos al más bajo costo posible y se proteja contra una diversidad de riesgos. Entre 1983 y 1991 se multiplicaron las opciones de ahorro y financiamiento y, con ellas, la gama de operaciones que pueden efectuarse en el mercado de dinero y de capital: Los instrumentos más importantes al respecto son:

- I) Instrumentos del Sector bancario.- Cuenta maestra, Certificados de Depósito, Pagarés.
- II) Valores del Sector Público.- Certificados de la tesorería, Pagafes, Bondes, Ceplatas, Tesobonos, Ajustabonos.
- III) Valores del Sector Privado.- Aceptaciones bancarias, Papel comercial, Obligaciones.
- IV) Instrumentos para inversión extranjera en el mercado bursátil. Acciones de suscripción libre y Fondos neutros.

LAS REFORMAS A LA LEGISLACIÓN FINANCIERA. - Las Consecuencias de una pobre regulación en los mercados financieros son mucho más serias porque determinan el destino de los bancos, las compañías de seguros y el mercado de valores. Para llegar a un equilibrio fue necesario la creación de un conjunto de reglas que garantizaran el derecho a entrar en el mercado, y que al mismo tiempo ofreciera claridad y confianza a sus participantes. Esto se traduciría en leyes que determinarían quién puede ser un intermediario financiero, cómo pueden interactuar los bancos con sus clientes, cómo asegurar la existencia de un contexto competitivo.

La ley de Instituciones de crédito. - esta ley regula a la banca, lo mismo que a las actividades del resto de los intermediarios financieros y establece los términos en que el gobierno ejerce control sobre el sistema bancario. Después de la nacionalización de la banca en 1982 los bancos se transformaron en sociedades nacionales de crédito.

La Ley de Mercados de Valores. - Esta les regula las operaciones de aquellas instituciones encargadas de negociar valores y las reformas promueven una mayor comercialización de estos títulos en el mercado secundario. La ley introduce la figura del especialista bursátil, que funge como intermediario - para otros agentes financieros y para el público inversionista .

³⁰ Mansell Carstens Cailliere. "Las Finanzas Populares en México." Edit. ITAM. México 1995. pág. 19



Regulación de los GRUPOS FINANCIEROS.- Varias Reformas del paquete financiero" aprobadas en diciembre de 1989 incluían disposiciones para la integración de grupos financieros. La Ley promueve la formación de grupos financieros, esta ley promueve la banca universal en términos de productos, esto quiere decir, que por ejemplo, un grupo financiero puede tener como subsidiaria a un banco, una casa de bolsa, una compañía de seguros, una almacenadora, compañías de arrendamiento y factoraje y una casa de cambio.

PRIVATIZACIÓN DE LOS BANCOS COMERCIALES.- Como parte de la reforma del estado, el Presidente Salinas envió al Congreso una iniciativa para modificar la Constitución con el fin de permitir la privatización de los bancos, la cual fue aprobada en Mayo de 1990. La reprivatización de los bancos comerciales, nacionalizados durante la crisis de 1982, se llevó a cabo entre junio de 1991 y julio de 1992, lo cual significó para el gobierno, en términos netos, el equivalente a 12 mil millones de dólares.

FINANCIAMIENTO DEL BANCO DE MÉXICO AL GOBIERNO. La reforma financiera cambió también la forma en que se financia el déficit público, por el uso cada vez mayor del mercado de dinero como fuente de financiamiento, y por tanto la existencia de menores presiones inflacionarias.

MEDIDAS PARA INCREMENTAR LA COMPETENCIA. Una mayor competencia contribuye a mejorar la eficiencia y la calidad del servicio. Durante la década de los ochenta, la banca comercial perdió terreno frente las casas de bolsa, ya que no estaban en condiciones de competir en los mercados de valores ni de traer financiamiento marginal ofreciendo tasas de interés semejantes a las del mercado, al estar sujetas a cuotas de crédito obligatorias y a un encaje legal excesivo. La liberalización financiera fue clave para ayudar a los bancos a recuperarse y competir con las casas de bolsa, así como entre ellos mismos.

REFORMA DE LA BANCA DE DESARROLLO Y DE FIDEICOMISOS. En la década de los veinte, el gobierno empezó a establecer varios bancos de desarrollo y fideicomisos para financiar grandes

Inversiones de largo plazo (como proyectos de infraestructura) y para canalizar el crédito a regiones y sectores específicos, en especial a la agricultura, que el sector privado no podía o no deseaba financiar. En la práctica gran parte de estos créditos se canalizaron a las empresas paraestatales, cada vez más numerosas y necesitadas de liquidez, a tasas de interés inferiores a las del mercado. Con los años, la ineficiencia, una supervisión prudencial inadecuada, la corrupción y los efectos de la inflación ocasionaron un acentuado deterioro de las carteras de la



banca de desarrollo y de los fideicomisos. Hacia finales de los ochenta la mayoría de las empresas paraestatales se habían vendido y las autoridades reorientaron las actividades de la banca de desarrollo y de los fideicomisos (entre ellos Nacional Financiera

— Nafin— el Banco de Comercio Exterior - Bancomext -, el Banco de Crédito Rural — Banrural- y los fideicomisos Instituidos en relación con la agricultura

—FIRA-) y dieron mayor énfasis al otorgamiento de préstamos al sector privado. La reforma intenta complementar más que sustituir, el crédito de la banca comercial al actuar en su mayoría de los casos como banco de segundo piso, los bancos de desarrollo se centra ahora en redescantar préstamos otorgados por la banca comercial a clientes especificados, como las agroindustrias, las empresas medianas y pequeñas, los exportadores, etc.

AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL. Con el fin de consolidar y preservar la estabilidad de precios, en abril de 1994 se otorgó la autonomía al Banco de México, mediante una enmienda a la Constitución, la cual establece que el propósito del Banco Central es procurar la estabilidad de precios. La autonomía del Banco de México se sustenta en que ninguna autoridad le puede dictar a la institución su política de crédito, no podrá obligarse a financiar los déficit presupuestales del gobierno.

3.3. EFECTO DE LAS TASAS DE INTERÉS DESPUÉS DE LA REFORMA FINANCIERA.

Después de hablar de la reforma financiera, de los objetivos de la misma, y de cómo se llevó a efecto en México a partir de 1988, se presenta ahora un breve análisis del efecto de esta en general, y de la liberalización de las tasas de interés en particular sobre la inversión productiva, la inversión en cartera y el ahorro interno.

3.3.1. LA INVERSIÓN PRODUCTIVA.

Para analizar el comportamiento de la inversión productiva durante el periodo de estudio (1988-1997), se observa el comportamiento de la Inversión fija Bruta, el PIB, el índice de la actividad industrial y la inflación.



MEXDER



La inversión productiva (Inversión Fija Bruta) mostró un crecimiento sostenido de 1988 a 1994, sin embargo para 1995 esta disminuyó como resultado de las condiciones económicas y políticas de éste año; en el que el PIB registra una caída de -6.20 y la inflación aumentó al 52%, aunado a esto las tasas de interés (CETES a 28 días) aumentaron a 48.62% (más del doble con respecto al año anterior). Lo anterior ocasionó que la inversión productiva disminuyera del 19.4% con respecto al PIB en 1994 al 16.10% en 1995, la Inversión productiva para los siguientes dos años (1996 y 1997) muestra una ligera recuperación, pero que sin embargo no ha alcanzado el nivel de 1994.

COMPOSICIÓN DE LA INVERSIÓN EN MÉXICO (1988-1997). COMO % DEL PIB.

Por otro lado al ver la composición de la Inversión Fija Bruta, se observa que la Inversión privada es mayor que la pública, sin embargo la inversión privada tiene una disminución a partir de 1993, mientras que la inversión pública se ha mantenido constante a partir de 1992; (sin alcanzar el nivel de 1988 del 4.40% el más alto del periodo de estudio).

3.3.2. LA INVERSIÓN EN CARTERA

EXTRANJERA EN MÉXICO (1991-1997), MILLONES DE PESOS.

La inversión extranjera en México (tanto la Directa como la de Cartera) ha mostrado una disminución a partir de 1994, para situarse en 1995 en -188.4 millones de pesos, para 1996 esta aumento, pero sin embargo para 1997 encontramos nuevamente una disminución.

Lo anterior pone de manifiesto la vulnerabilidad de la inversión extranjera en México. No cabe duda que es la inversión en Cartera la más susceptible a los cambios internacionales, ya que su salida del país es más fácil, provocando inestabilidad en la economía. Lo anterior lo podemos ver con mayor claridad en el siguiente cuadro.



3.3.3. EL AHORRO INTERNO.

El ahorro interno sigue siendo "el principal talón de Aquiles"³¹ de la economía mexicana, no obstante la reforma al sistema de pensiones, el Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000 y el programa de financiamiento al desarrollo (Pronafide) que se presentó en 1997 (en donde se define al ahorro interno como prioridad).

Desde 1988 a 1994 el ahorro interno fue disminuyendo para situarse en éste último año en un 14.7% del PIB, y aunque entre 1995 y 1997 se había logrado revertir esta tendencia decreciente de pasar de 14.7% en 1994 a 19.3 en 1995, 22.75 en 1996 y 24.65 en 1997; en 1998 año de elevada incertidumbre financiera, prácticamente ha desaparecido el esfuerzo de acumulación de los años posteriores a la crisis.

Dicho deterioro ha coincidido, además con el incremento del déficit público, y el aumento de la deuda interna consecuente; réditos domésticos elevados y la caída de la captación bancaria; mayor debilitamiento del peso respecto de los años previos, y repunte de la inflación.

Por otro lado el ahorro externo ha mostrado fluctuaciones importantes, las mayores tasas se asocian a los años de mayor crecimiento económico, lo que muestra que el ahorro interno es aún insuficiente para financiar el crecimiento. Para el financiamiento futuro del país será necesario incrementar el ahorro interno, y contar con un ahorro externo estable y complementario.

³¹ "Ahorro interno talón de Aquiles". EL FINANCIERO, 28 de diciembre de 1998
pág. 4



MEXDER



CAPITULO 4

EL MERCADO DE DERIVADOS EN MEXICO. MEXDER

El presente capítulo tiene por objetivo proporcionar toda la información posible sobre el mercado mexicano de derivados en México (MexDer). Se explica su funcionamiento desde un enfoque teórico en donde se darán a conocer sus antecedentes, desarrollo, su estructura y funcionamiento, el papel que juega la cámara de compensación, así como sus participantes y los instrumentos financieros que son negociados en él.

4.1 ORIGEN Y DESARROLLO EN EL MUNDO

La historia de los futuros modernos comenzó a principios del siglo XIX y su actividad estuvo vinculada estrechamente al comercio de granos en Estados Unidos; sin embargo, el crecimiento espectacular y exitoso de los contratos de futuros se evidencia hasta principios de los años setenta, con la introducción de activos subyacentes financieros. El desarrollo de los instrumentos financieros derivados cobra importancia debido a los cambios registrados en el sistema financiero mundial. La introducción de un régimen de libre flotación y la necesidad de controlar el déficit público y la inflación, en un contexto de globalización de la producción y el comercio, propiciaron el aumento en la volatilidad del dinero y de otros activos financieros (precios de activos, tipos de cambio y tasas de interés). El interés de las empresas y los inversionistas por cubrir dicha volatilidad impulsó las operaciones con productos derivados financieros. Los productos derivados son instrumentos de cobertura cuyo valor depende del precio de otro activo denominado subyacente. Por el volumen negociado, entre los productos derivados más importantes resaltan las opciones estandarizadas y negociadas en los mercados sobre mostrador, mejor conocidos como Over The Counter Markets, (OTC) los futuros, los forwards y los swaps.

El término *Over The Counter Markets*, **OTC**, se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de una bolsa organizada de valores. En México se refiere principalmente a la compraventa a futuro de dólares, tasas de interés y otros instrumentos autorizados, que se realizan directamente entre



participantes e intermediarios, entendiéndose como participantes a las personas físicas nacionales y extranjeras y los intermediarios a las instituciones de crédito o casas de bolsa que obtienen autorización por escrito del Banco de México para rechazar operaciones de compraventa con otros intermediarios y participantes.

Las opciones son contratos que otorgan a su tenedor el derecho de comprar (opciones de compra o call) o de vender (opciones de venta o put) un activo subyacente en una fecha futura. Por ese derecho, el comprador de la opción paga una prima. La contraparte recibe la prima y se compromete a realizar la venta o la compra del activo al precio de ejercicio pactado.

Los futuros son contratos que obligan a las partes a comprar y vender el activo de referencia a un precio y en una fecha futura predeterminados. Las variaciones entre el precio pactado y el precio de mercado diario, se liquidan diariamente. En la negociación de estos instrumentos, ambas partes están obligadas a cumplir con el contrato, a diferencia de la opción, la cual solamente obliga al vendedor.

Los **forwards** son contratos "hechos a la medida", es decir, las condiciones que se pactan en ellos son muy específicas, de acuerdo a las necesidades del cliente. Generalmente son emitidos por instituciones financieras y debido a sus características no tienen un mercado secundario que permita su intercambio.

Los **swaps** se definen como "una serie consecutiva de contratos adelantados hechos a la medida, los cuales no necesariamente involucran la entrega de la divisa o del instrumento de deuda base del swap, sino de compensaciones en efectivo".³²

4.2 ANTECEDENTES EN MÉXICO

En nuestro país, la importancia de los productos financieros derivados se hizo evidente a finales de la década de los setenta, con la negociación de instrumentos como los petrobonos. A mediados de la década de los años ochenta se inició la negociación de coberturas cambiarias, y a principios de la década de los años noventa se inició la operación de títulos opcionales, mejor conocidos como warrants¹⁶. El éxito del mercado de warrants, motive al Consejo de Administración de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. (BMV) a autorizar en 1994 un presupuesto para desarrollar el mercado de futuros y opciones financieras. A partir de ese año se trabajó en el diseño de un nuevo mercado seguro, confiable y competitivo. Para ello, se delinearon esquemas que promovieran la importancia y la liquidez del mercado, así como la calidad en la formación de los precios. Asimismo, se buscaron esquemas que permitieran aprovechar la interrelación entre los mercados de derivados y los de contado, y aumentar la competitividad conjunta de ambos.

³² Lⁿ Mansell Carstens, Catherine, Las Nuevas Finanzas en México. Ed. ITAM, México, 1992, pp.391.



El diseño contempla la creación de una nueva bolsa (MexDer) y de una cámara de compensación y liquidación (Asigna) funcionales y la contratación de sistemas con tecnología de punta que soporten la operación adecuadamente. Asimismo, se incorpora la figura del formador de mercado, la del contralor normativa y la adopción de estándares internacionales para la emisión de normas. Un Warrant es un título que da al adquirente el derecho de comprar o vender una cierta cantidad de *acciones*, canasta de acciones o índices accionarios un precio de ejercicio *en* una fecha futura. La deformación más ortodoxa de warrants involucra solo acciones. La diferencia principal con las opciones es que el emisor del instrumento solo puede ser una empresa sobre sus mismas acciones o una institución financiera

Encaminado a recuperar el rezago patente del mercado mexicano, respondiendo a las exigencias del contexto actual de globalización, y más allá de detener el proceso de desarrollo del mercado mexicano, el sistema financiero de Mexico se lanzo a la tarea de crear el mercado de productos derivados en Mexico, cuyo objetivo es el de ofrecer mayores y más eficientes mecanismos de traslado de riesgos a los inversionistas nacionales y extranjeros.

4.2.1 CONCEPTO

MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, es la bolsa de futuros y opciones y fue constituida como una sociedad anónima de capital variable, autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para que en ella se celebren contratos de futuros y opciones. Es una entidad autorregulada con respecto a las actividades realizadas en la misma y en la Cámara de Compensación, con el fin de fomentar la eficiencia y competitividad, así como el orden, la transparencia y la seguridad del mercado.

4.2.2 OBJETO SOCIAL

El Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) surge en 1997 como un proceso natural dentro del desarrollo del sistema financiero de Mexico. MexDer, es una sociedad anónima de capital variable que tiene como principales objetivos:

Ofrecer la infraestructura física para la cotización, negociación y difusión de información de contratos de futuros y contratos de opciones.

Establecer el marco reglamentario para la cotización, negociación y difusión de información de contratos de futuros y contratos de opciones.

Llevar programas permanentes de auditoria a sus miembros.

Vigilar la transparencia, corrección e integridad de los procesos de formación de los precios, así como la estricta observancia de la normativa aplicable en la contratación de las operaciones, y

Establecer los procedimientos disciplinarios para sancionar aquellas infracciones cometidas por los miembros y garantizar que las operaciones se lleven a cabo en un marco de transparencia y confidencialidad absoluta.



MexDer es la Bolsa Mexicana de Derivados, integrada por socios operadores y socios liquidadores" como miembros. Brinda infraestructura para negociar Un socio operador es el miembro de MexDer, cuya función es actuar como comisionista de uno o más Socios Liquidadores, en la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones y que puede tener acceso a las instalaciones de MexDer, para la celebración de dichos contratos.

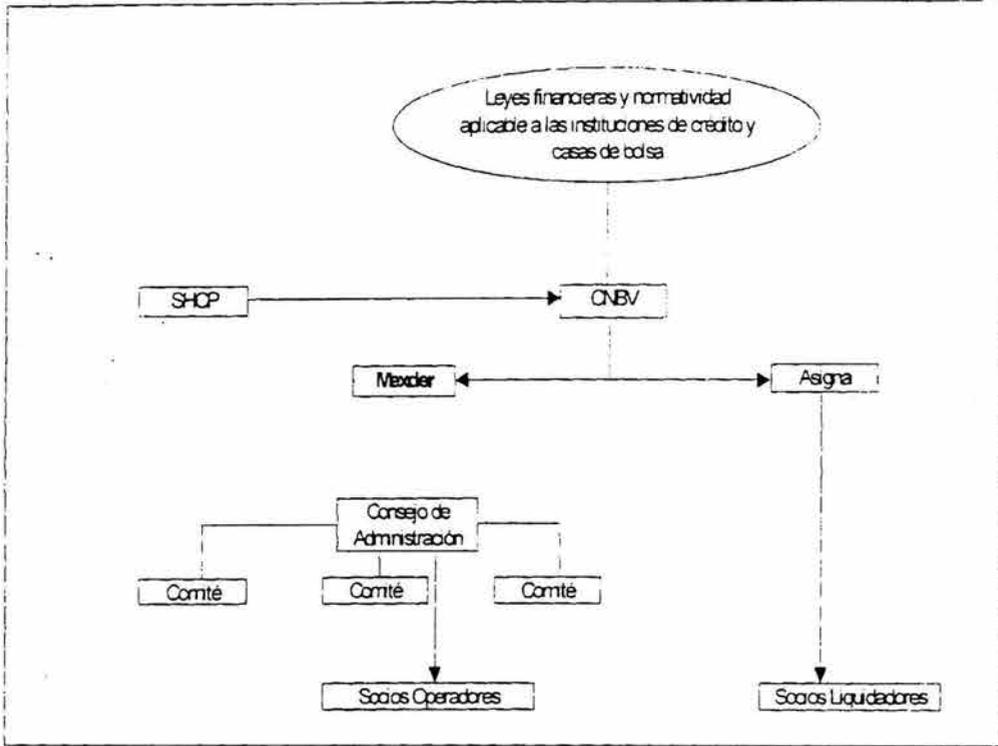
Un socio liquidador podemos entenderlo como un Fideicomiso Miembro de la Bolsa que participa en la Cámara de Compensación, teniendo como finalidad celebrar y liquidar, por cuenta propia o de clientes, contratos de futuros y contratos de opciones operados en Bolsa

Contratos de futuros y opciones entre sus miembros. Determina los tipos y características de los contratos que negociara así como las condiciones de operación. La estandarización de los contratos de futuros tiene como objetivo aumentar la solvencia y liquidez para todos los participantes. MexDer fortalece la actividad económica de México mediante el listado de productos derivados que permitan a sus miembros y a sus clientes la cobertura de riesgos en la administración de portafolios de inversión. Así mismo, MexDer promueve competitividad internacional de costos de operación, ofrece un marco regulatorio completo, regula la intervención de formadores de mercado, y se encarga del proceso de certificación de los miembros.

4.2.3 MARCO JURIDICO

La Bolsa Mexicana de Derivados se constituye como un órgano autónomo cuya autorización, para su constitución, proviene de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), oyendo la opinión de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), constituyéndose como se indica en la figura 11-1.

El Marco regulatorio del Mexder, se basa en un conjunto de normas prudenciales establecidas en forma conjunta por las autoridades financieras y los intermediarios, bajo la premisa de conformar un órgano autorregulado donde tanto la Bolsa como la Cámara de Compensación coadyuvaran a las autoridades a Marco Regulatorio de MexDer



4.2.4 SISTEMAS DE OPERACION

MexDer cuenta con modernos sistemas de operación y difusión de información en tiempo real, así como sistemas para la supervisión y vigilancia de operaciones. La negociación de futuros se realiza de manera electrónica, personal de MexDer en la mesa de control operativa supervisa que las operaciones se realicen conforme a la normatividad vigente.



MEXDER



• **Sistema Central de Operaciones y Difusión en Línea SIVA FUTUROS**

Este sistema provee la funcionalidad necesaria para la operación electrónica del Mercado de Futuros, en el sistema Sentra-Derivados de MexDer. Así mismo, cubre la función de difusión en línea del comportamiento del Mercado, a través de terminales instaladas en las instalaciones de los Socios Liquidadores y Operadores. Finalmente mantiene una interfase con Asigna, Compensación y Liquidación, para la transferencia de las operaciones realizadas durante la sesión

• **Sistema Central de Transmisión de Información SIVA 25.**

SIVA 25 proporciona transmisión computador a computador de la información relacionada a este Mercado. Incluye información como Catálogo de contratos listados, el comportamiento de precios directamente de la actualización de monitores, las operaciones realizadas, así como los precios de liquidación e interés abierto por Contrato al cierre de la sesión.

• **Sistema de Compensación y Liquidación INTRACS/400.**

Sistema administrado por Asigna, Compensación y Liquidación, proporciona las funciones de registro, Compensación y liquidación de las operaciones realizadas en este Mercado.

• **Sistema de Análisis de Riesgo SDC COMPASS.**

Este sistema es una herramienta para la administración y control de riesgos. MexDer tiene la facultad de monitorear a nivel de Mercado global, así como a nivel de Intermediario y aun a nivel de clientes, las posiciones totales que cada uno asume en el mercado.

• **Back Office-Sungard Futuros Systems GMI**

Se proporciona a través de los servicios de un "Service Bureau", con un equipo y sistema central a los cuales accesan los Socios Liquidadores desde sus instalaciones. Este sistema permite llevar la contabilidad de los clientes del mercado.

• **Sistemas de Registro y Asignación de Cuenta MexDer**

El Sistema de Registro y Asignación de Cuenta MexDer permite el registro de clientes, de Personas Físicas y Personas Morales, a las cuales después de validar su información se le asigna un Número de Cuenta único. El sistema garantiza que el Número de Cuenta proporcionado a un Cliente, solo le sea asignado a él y que un cliente solo posea un número de Cuenta para operar en MexDer. El número de Cuenta asignado a los clientes, es utilizado dentro de otros sistemas que conforman la plataforma operativa del MexDer. El sistema permite además, monitorear el grado de intermediación múltiple que exista en el mercado, al permitirle al personal de MexDer, el saber en que clientes se concentra el mercado.



4.3 PARTICIPANTES DEL MERCADO

Pueden participar como accionistas de MexDer las instituciones de crédito o casas de bolsa que hayan sido autorizadas por el Consejo de Administración para fungir como Socios Liquidadores y las personas morales que hayan sido autorizadas por dicho órgano para actuar como Socios Operadores

4.3.1 SOCIOS ACCIONISTAS

Los socios accionistas se constituyen de la siguiente manera:

Los Socios Liquidadores son fideicomisos que participan como accionistas de MexDer y aportan el patrimonio de Asigna; teniendo como finalidad liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes, contratos de futuros y opciones operados en MexDer. Para lo cual requieren cubrir los requisitos financieros, crediticios y operativos que establece la normatividad aplicable al mercado de derivados. Los Socios Liquidadores tienen capitalización independiente, son especialistas en evaluación de riesgos contraparte, segmentan garantías y evitan conflictos de intereses al diferenciar las operaciones de cuenta propia y de terceros.

4.3.2 TIPOS DE SOCIO LIQUIDADOR POR CUENTA PROPIA POR CUENTA DE TERCEROS

Son los miembros de Asigna que tienen como finalidad celebrar y liquidar por cuenta propia contratos de futuros operados en MexDer. Operados en MexDer Banamex, S.A. Banamex, S.A. BBVA-Bancomer, S.A. Banca Serfin, S.A. Banco Inverlat, S.A. BBVA-Bancomer, S.A. Banco Inverlat, S.A:

Los Socios Operadores son personas morales facultadas para operar Contratos de Futuros en el Sistema Electrónico de Negociación SENTRA DERIVADOS de MexDer, en calidad de comisionistas de uno o más Socios Liquidadores para la ejecución de las ordenes del cliente, son los intermediarios en la negociación de contratos.



MEXDER



SOCIOS OPERADORES DE MEXDER OPERANDO EN SENTRA DERIVADOS A PUNTO DE INICIAR OPERACIONES

Arbitraje Derivados :: Casa de Bolsa Arka
Bital F&O Dalami Corredores
Carson & Brasch Trading Company Ixe. Casa de Bolsa
Delta Derivados Masari Futuros
Derfin Vectos Casa de Bolsa
Derivados Banorte Vertex
Derivados Inverlat
FOPSA, Futuros y Opciones de Mexico GAMAA Derivados Imerval
Max Derivados Mexinder Monexder
Multivalores Derivados Operadora de Derivados Serfin Operadora de Derivados
Tiber PlusDer Serafi
Stock and Price Valmex Derivados

Los Socios Operadores son personas morales facultadas para operar Contratos en el Sistema Electrónico de Negociación SENTRA DERIVADOS de MexDer, en calidad de comisionistas de uno o más Socios Liquidadores. Los Socios Operadores que han obtenido la aprobación por parte de MexDer, pueden actuar como Formadores de Mercado, y deberán mantener en forma permanente y por cuenta propia, cotizaciones de compra o venta de Contratos de Futuros y Opciones, respecto de la Clase en que se encuentran registrados, con el fin de promover su negociación.

4.3.3 CLIENTES

Se denomina cliente a toda persona, física o moral, que sin ser miembro de MexDer, ordena, a través de un miembro, la negociación de contratos de futuros o de opciones, en los términos y condiciones que impone la normativa vigente en el mercado de derivados, que dicha persona declara conocer al momento de ordenar la ejecución de una operación de compra o de venta.

Podrán operar en MexDer las siguientes personas:

Cualquier persona física o moral mexicana o extranjera a través de un miembro^{1o} del MexDer.

Las operadoras de cada uno de los bancos.

Las siguientes personas podrán presentar solicitud para ser miembros de MexDer:

Las casas de bolsa.

Las instituciones de crédito.

Las casas de cambio autorizadas.

Otras personas morales no financieras



MEXDER



Entiéndase por miembro aquel socio de AAexDer autorizado para celebrar contratos de futuros y contratos de opciones, ya sea en el carácter de socio liquidador o de socio operador.

Para obtener la calidad de miembro. Los solicitantes deberán adquirir al menos una acción representativa del capital social de MexDer, cumplir los requisitos de admisión establecidos en el reglamento interior y el manual operativa y no ser vetados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), en el caso de aspirantes a socios liquidadores.

Los accionistas que pretendan adquirir el derecho a celebrar operaciones en MexDer, deberán presentar la solicitud correspondiente, cumplir los requisitos de operación abajo listados y ser autorizados a operar por el Consejo de Administración²⁰ de la Bolsa:

Presentar el plan general de funcionamiento que contenga: forma de coordinar las funciones de las distintas áreas involucradas en la negociación de derivados

listados; las personas que forman parte de su consejo de administración o comité técnico y sus principales directivos y empleados, así como el programa de revisión de objetivos, metas y procedimientos de operación y control de la sociedad o fideicomiso¹.

Contar con un manual de políticas, procedimientos de operación, control de riesgos y liquidez.

Contar con un sistema de administración de cuentas de clientes.

" Órgano de gobierno de MexDer, elegido por la asamblea de accionistas.

Puede entenderse por fideicomiso aquella figura jurídica que ampara la entrega de determinados bienes por parte de una persona física o moral (el fideicomitente) a una institución que garantice su adecuada administración y conservación (el fiduciario) y cuyos beneficios serán recibidos por la persona que se designe (el fideicomisario) en las condiciones y términos establecidos en el contrato de fideicomiso

Contar con un sistema (software) de control de riesgos que contenga alguno de los estándares internacionalmente aceptados para el cálculo de aportaciones (margins) y riesgos: Dynarisk, TIMS o SPAN para la evaluación de portafolios de derivados.

Contar con una función de seguimiento de riesgos diferente de las áreas tomadoras de riesgo y dependiente directamente del responsable de la operación con derivados.

Contar con contratos de intermediación que utilizaran con sus clientes para la negociación de productos derivados.

Presentar los certificados expedidos por el comité de certificación que acreditan que los responsables y suplentes, administrador general, promotor de derivados, operador de productos derivados, administrador de riesgos y administrador de cuentas, tienen la capacidad y conocimiento requeridos.



Contar con la infraestructura de sistemas en términos de equipo de compute y ampliativos, así como los protocolos de comunicación para el envío y recepción de la información entre los sistemas que soportan la operación en la Bolsa y la Cámara, mismos que se encuentran descritos en el documento denominado interfaces de MexDer.

Contar con un sistema de recepción de ordenes y asignación de operación de compra y venta de derivados, solo en los casos en que la operación contempla a clientes.

10. Contar con un arrea encargada de realizar funciones de auditoria, las cuales tendrán que incluirse en el manual de control de riesgos y tener por objeto revisar por lo menos una vez al año el cumplimiento de las políticas.

4.4 LA CAMARA DE COMPENSACION Y LIQUIDACION (ASIGNA)

Como en todo mercado existen riesgos cuando se ponen en contacto oferentes y demandantes. Uno de los principales riesgos es el de incumplimiento de alguna de las partes contractuales al finalizar el contrato. Al respecto, el mercado de futuros cuenta con una cámara de compensación y liquidación que aminora los riesgos por incumplimiento. En esencia, una cámara de compensación actúa como un intermediario que respalda el cumplimiento de las partes contractuales dentro de un mercado de futuros; esta a su vez, tendrá una independencia legal en el mercado.

En su mayoría, de los mercados de futuros son dueños de las acciones de la cámara de compensación los propios miembros. Aquellos agentes que no formen parte de la cámara tendrán que contactar a cualquier agente que sea miembro de la cámara para poder realizar sus operaciones.

En su operación, la cámara de compensación registra todas las transacciones que se realizan día a día con el objetivo de tener un calculo de las posiciones netas para cada miembro. La forma de registro es muy sencilla, así como cada inversionista tiene una cuenta en garantía con un agente determinado, también Cada miembro de la bolsa debe tener una cuenta en garantía. A esta operación se le conoce comúnmente como el margen de compensación, o bien, *clearing margin*.

Dentro del calculo del margen o *clearing margin* podemos encontrar a su vez dos tipos de márgenes de compensación, el *grass margin* o margen bruto y el *net margin* o margen neto (es el que se utiliza comúnmente). Para poder explicarlos, imaginemos que un miembro de la cámara de compensación mantiene la cuenta de dos clientes, el primero con una posición corta (venta) de 50 contratos sobre un determinado activo y el segundo con una posición larga (compra) de 30 contratos. De acuerdo a esto, el margen bruto calcularía el margen o *clearing margin* de la suma de las dos posiciones, es decir, 80 contratos. Por su parte, el margen neto calcularía el margen sobre la diferencia de las dos posiciones, es decir, 20 contratos.



El razonamiento de las operaciones es muy similar al utilizado en bolsa, ya que de la misma forma en que un inversionista tiene una cuenta de garantía con su agente, también un miembro de la cámara de compensación deberá tener una cuenta en garantía. Llegado el cierre de operaciones los miembros e inversionistas tendrán un balance entre pérdidas y ganancias para cada una de sus cuentas en garantía. La cantidad de equilibrio será igual a la cantidad de margen inicial multiplicada por el número total de contratos abiertos, es decir, cada miembro de la cámara tendrá que retirar o aportar de la cuenta en margen una cantidad de dinero determinada que va a depender de las fluctuaciones diarias de los precios.

Los agentes que no son miembros de la cámara deberán contar con una cuenta de garantía con un miembro de la cámara de compensación.

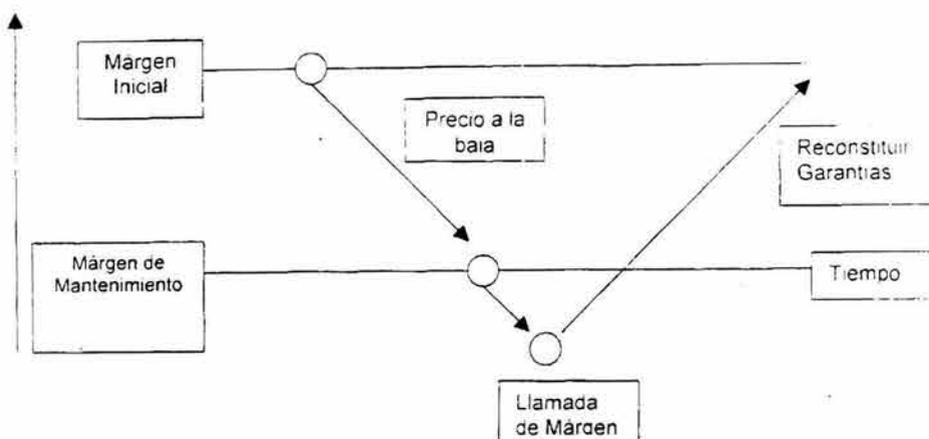
La Cámara de Compensación es, entonces, la contraparte de todas las transacciones en el mercado de futuros. Su papel es garantizar que se transfieran todas las ganancias a su justo dueño y cobrar a la posición afectada lo que prefiere. Su función, además de actuar como contraparte en cada transacción es la de mantener el "Sistema de Márgenes" y la de transferir ganancias y/o pérdidas.

El Sistema de Márgenes es un mecanismo que sirve para garantizar la solvencia de las partes y para la realización del ajuste diario, resultado de los movimientos en precios que ocasiona ganancias o pérdidas para el cliente. Los márgenes que se manejan son:

• Margen inicial:	Es el depósito que se tiene que constituir para negociar un contrato; habitualmente se expresa como un porcentaje del valor del contrato dependiendo de la volatilidad del activo subyacente y sirve para responder a la volatilidad de los precios futuros
• Margen de mantenimiento:	Es la cantidad mínima que debe mantenerse en la cuenta de margen y su monto es un tanto menor al margen inicial. Cuando se excede este margen en sentido negativo el participante deberá restituir el margen inicial, la notificación para hacerlo se denomina llamada de margen.



MEXDER



Como podemos observar en el diagrama, cuando se trata de un futuro de compra (posición larga), la llamada se da cuando el precio de mercado del bien subyacente cae; en el caso de un futuro de venta (posición corta) la llamada se da cuando el mercado sube.

ASIGNA Cámara de Compensación y Liquidation

Acabamos de ilustrar el funcionamiento de una cámara de compensación y liquidación en un caso general, ahora veamos como y quien es la cámara de compensación en el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer).

El objetivo de Asigna, cámara de compensación y liquidación es proveer la infraestructura y los mecanismos necesarios para asegurar el registro. Compensación y liquidación de las operaciones que realicen los miembros de MexDer. Asigna se constituye como un fideicomiso de pago en una de las instituciones de crédito (fiduciario) más sólidas de México. Para ello, los socios liquidadores (fideicomitentes y fideicomisarios) aportan recursos para constituir el patrimonio de dicho fideicomiso.

Asigna contará con la más alta calidad certificada del sector bursátil y financiero y tendrá facultades autorregulatorias que le permitan actuar con oportunidad ante eventos que pudiesen distorsionar al mercado.



MEXDER



Asigna será la contraparte de todas las operaciones que se celebren en MexDer, así como la receptora del riesgo crédito de este.

Asigna tendrá como contrapartes a todos los participantes que asuman una posición.

4.4.1 ESTRUCTURA CORPORATIVA

Asigna, Compensación y Liquidación es un fideicomiso de administración y pago establecido en Bancomer, S.A.. Los fideicomitentes de Asigna son a su vez fideicomisos de administración y pago constituidos por los principales grupos financieros establecidos en el país.

Banamex, S.A.

Banco Inveriat, S.A.

Banca Serfin, S.A.

Grupo Financiero BBVA-Bancomer, S.A.

Estos fideicomitentes son los Socios Liquidadores de Asigna y son apostantes de recursos para la constitución del Fondo de Patrimonio de la Cámara de Compensación, así como del Fondo de Compensación y del Fondo de Aportaciones. Asigna cuenta también con el Socio Patrimonial S.D. Indeval.

El Organismo de Gobierno Máximo de Asigna es la Asamblea de Fideicomitentes, la cual establece la forma de establecer el patrimonio del Fideicomiso, los fines a los cuales será destinado y delega las decisiones administrativas en el Comité Técnico, mismo que está integrado por representantes de los propios socios liquidadores, el Socio Patrimonial y por Miembros independientes, quienes tienen como principal función revisar de manera continua las decisiones administrativas e instruir al Banco Fiduciario sobre el manejo del Patrimonio.

Al constituirse en contraparte de cada una de las operaciones realizadas, Asigna se obliga a observar la normatividad y vigilancia emitidas por las Autoridades Financieras y por MexDer, en su calidad de entidad Autorreguladora.

4.4.2 MARCO REGULATORIO

Asigna como participante del mercado financiero se encuentra regido por una serie de reglamentos y normas que pretenden establecer una sana operación y manejo claro en la compensación y liquidación de los contratos operados en MexDer. En el Marco están las disposiciones emitidas por las Autoridades Financieras, el MexDer y los ordenamientos propios.



4.4.3 REGULACION GUBERNAMENTAL

Asigna se encuentra regulada por la Secretaría de hacienda y Crédito Público (SHCP), por la Comisión nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y por el Banco de México. La regulación realizada por estas autoridades se encuentra establecida en los siguientes documentos:

"REGLAS A LAS QUE HABRAN DE SUJETARSE LAS SOCIEDADES Y FIDEICOMISOS QUE INTERVENGAN EN EL ESTABLECIMIENTO Y OPERACION DE UN MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES COTIZADOS EN BOLSA",

Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 31 de diciembre de 1996 y modificadas mediante Resoluciones publicadas en el mismo Diario Oficial de la federación el 12 de agosto de 1998 y el 30 de diciembre de 1998.

"DISPOSICIONES DE CARACTER PRUDENCIAL A LAS QUE SE SUJETARAN EN SUS OPERACIONES LOS PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES COTIZADAS EN BOLSA".

Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el día 26 de mayo de 1997 y modificadas mediante resoluciones publicadas en el día 12 de agosto de 1998.

4.4.4 AUTORREGULACION

Las Reglas y Disposiciones Gubernamentales establecen la creación de un marco autorregulatorio. Esto significa que Asigna cuenta con facultades de supervisión, dictaminación y sanción de las entidades (Socios Liquidadores) con quienes interactúa. Las facultades de Asigna están consignadas en el Reglamento Interior de Asigna, Compensación y Liquidación y en el Manual Operativa de Asigna, Compensación y Liquidación. Estas disposiciones señalan los mecanismos y lineamientos que debe seguir Asigna para el correcto desempeño de su función de Compensación y liquidación, así como los derechos y las obligaciones de los Socios Liquidadores y las facultades de Asigna para vigilar y sancionar violaciones a las normas establecidas.



4.4.5 ESQUEMA OPERATIVO DE ASIGNA

La Cámara de Compensación y Liquidación instala terminales en el domicilio del Socio Liquidador asignando claves de acceso al personal autorizado para ingresar al sistema de Compensación y liquidación, en niveles diferenciados, que van desde la consulta restringida hasta la actualización directa.

Confirmación de Operaciones

Cuando ocurre un hecho en el piso de remates de MexDer, el corro realiza la captura y difunde la serie objeto de negociación, el precio pactado y el número de contratos en monitores. Una vez registrada, el Miembro debe confirmar cada operación, indicando la posición (apertura o cierre) y la cuenta (Propia, Grupo y de Terceros), antes de transmitirla a la Cámara de Compensación y Liquidación. Una vez aceptada la operación por Asigna, MexDer lo informa a los Miembros a través del sistema SIVA Futuros.

Registro de Operaciones

El proceso de registro de Operaciones en el sistema de compensación y liquidación se produce en forma automática, mediante la recepción de Operaciones capturadas y enviadas desde el sistema de negociación de MexDer.

Rechazo de Operaciones

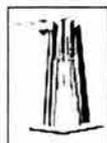
Si la Cámara de Compensación rechaza una operación, el Coordinador de corro la cancela y notifica a las partes.

4.4.6 PROCESO DE COMENSACION Y LIQUIDACION **Proceso de Compensación**

Al momento en que se registra una operación en el sistema de compensación y liquidación de Asigna, la posición de la cuenta de destino en la que realice la operación se actualiza en forma automática conforme a los siguientes principios.

Para las cuentas propias: Si la posición existente es corta, las posiciones cortas nuevas se adicionan y las posiciones largas las cancelan. De igual forma, si la posición existente es larga, las posiciones largas nuevas se adicionan y las posiciones cortas las cancelan.

Para el caso de cuentas de clientes y de grupo que de manera simultánea llevan posiciones largas y cortas: las posiciones largas se adicionan a las posiciones largas existentes cuando el miembro en el momento de la confirmación indica apertura. Las posiciones cortas se adicionan a las posiciones cortas existentes cuando el miembro en el momento de la confirmación indica apertura. Y las posiciones largas cancelan a las posiciones cortas existentes cuando el miembro en el momento de la confirmación indica el cierre.



Proceso de Liquidación

Asigna realiza un proceso de liquidación "marking to market", esto es, diariamente actualiza las obligaciones y derechos de los Socio Liquidadores ante Asigna. Conforme a este esquema, los saldos acreedores o deudores que los Socios Liquidadores generan en un día de operación se liquidan entre las 9:00 y las 10:00 horas del día siguiente.

Liquidación diaria

Son materia de liquidación diaria: a) las ganancias y las pérdidas que resulten de la variación del Precio de Liquidación Diaria de los Contratos durante su vigencia y hasta la Fecha de Vencimiento; b) las Aportaciones Iniciales Mínimas correspondientes a los Contratos Abiertos, incluyendo los rendimientos generados sobre la base del calculo de ese día; c) las aportaciones para la constitución del Fondo de Compensación, así como los rendimientos que estas generen sobre la base del calculo de ese día. Las cuotas y comisiones correspondientes a los servicios de compensación y liquidación de la Cámara de Compensación, son calculadas diariamente para liquidarlas en forma mensual en la liquidación del primer día hábil del mes subsecuente, según se especifique en los reportes de Liquidación Diaria correspondientes.

La cantidad total derivada de los conceptos descritos en cada fracción, integrara en lo individual un saldo neto diario y deberá ser cubierta únicamente en efectivo.

Las liquidaciones se calcularan tomando en cuenta el valor de las Aportaciones en valores y en efectivo en poder de Asigna al momento de la liquidación.

Uso de valores

Los Socios Liquidadores pueden cubrir las Aportaciones Iniciales Mínimas de sus posiciones o de las de sus clientes en valores. Esto se realiza a través de un sistema que permite afectar las cuentas de valores de los depositantes de la S.D. Indeval que administran las posiciones de los Socios Liquidadores y de Asigna. El monto del portafolio que los socios hayan depositado a favor de Asigna se reconoce en el sistema de compensación y liquidación para efectos de calculo de las liquidaciones diarias o extraordinarias.

Liquidación Extraordinaria

Cuando existen condiciones de inestabilidad en la negociación del Active Subyacente o cuando uno o varios Socios Liquidadores incrementen en forma considerable sus Contratos Abiertos. La Cámara de Compensación podrá requerirles durante el horario de operación, que disminuyan los Contratos Abiertos que mantengan en sus Cuentas o, en su caso, que modifiquen sus Aportaciones Iniciales Mínimas por medio de una Liquidación Extraordinaria, misma que únicamente se cubrirá en efectivo y podrá ser requerida en cualquier momento durante la sesión de negociación y antes del cierre del mercado a criterio de la Cámara de Compensación como parte de las facultades extraordinarias.



En el caso de una Liquidación Extraordinaria, la Cámara de Compensación toma en cuenta las Aportaciones Iniciales Mínimas en valores para cubrir las pérdidas potenciales antes de realizar el requerimiento.

Liquidación al Vencimiento

Las operaciones se liquidaran en especie o en efectivo según se determine en las Condiciones Generales de Contratación. Es materia de Liquidación al vencimiento, los Contratos Abiertos al cierre de negociación en la Fecha de Vencimiento. La liquidación al vencimiento de los Contratos de Futuros sobre Divisas se realiza en especie a través de un banco agente que cuenta con oficinas en los Estados Unidos Mexicanos y en el país de origen de la divisa, mientras que la liquidación al vencimiento de los Contratos de Futuros sobre Acciones se realiza en especie a través de una casa de bolsa agente.

Sistema de Compensación y Liquidación

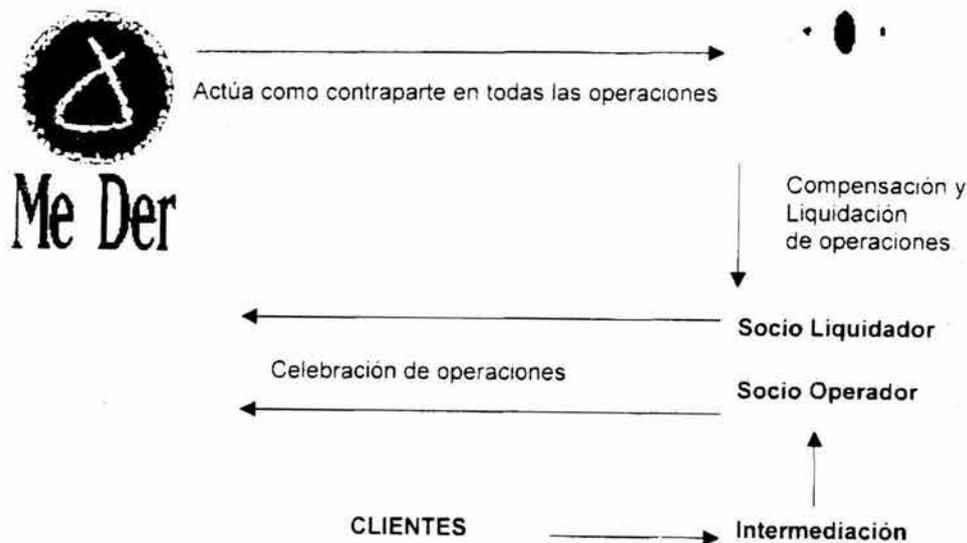


Diagrama 11-2 Sistema de Compensación y Liquidación Fuente: www.mexder.com.mx



4.4.7 RED DE SEGURIDAD DE ASIGNA

La Red de Seguridad de Asigna, Compensación y Liquidación establecen las políticas y procedimientos que permiten a la Cámara enfrentar cualquier potencial incumplimiento y/o quebranto de alguno(s) de sus Socios Liquidadores y cumplir con su función primordial de ser la contraparte de las operaciones pactadas en MexDer.

Esquema Básico de la Red de Seguridad

Si alguno de los Clientes de un Socio Liquidador incumple con sus obligaciones de pago, el Socio deberá detonar su Red de Seguridad interna para cubrir el saldo incumplido e incluso las pérdidas generadas por dicho incumplimiento.

Esta Red de Seguridad contempla distintos estratos de disposición de recursos: los saldos existentes en calidad de Excedentes de Aportaciones Iniciales Mínimas a nombre del Cliente, tanto en efectivo como en valores; la solicitud de aportaciones adicionales al cliente; los excedentes de patrimonio mínimo del Socio Liquidador, tanto en efectivo como en valores, sin afectar en monto mínimo exigido por la regulación vigente de las autoridades gubernamentales y de Asigna; y el cierre de los contratos del Cliente que permanezcan abiertos hasta el nivel necesario para cubrir el saldo adeudado, incluyendo las ganancias generadas por dicho cierre y la devaluación de los recursos del Fondo de Aportaciones y del Fondo de Compensación liberados por la Cámara y los excedentes del Patrimonio Mínimo. A partir de este momento, Asigna considera que el incumplimiento se deriva del Socio y, en consecuencia, se detonara la Red de Seguridad de Asigna, Compensación y Liquidación, decretando la intervención del Socio incumplido, sustituyendo su administración por un Comisionado de Ejecución designado por la propia Cámara.

La Red de Seguridad de la Cámara se inicia a través de la aplicación de recursos en la medida en que estén disponibles para requerimientos sucesivos que logren finalmente cubrir el monto total del Socio Liquidador frente a Asigna.

Estructura de la Red de Seguridad

La estructura de la Red de Seguridad de Asigna establece seis grandes niveles de recursos de los cuales pueden disponer, en primera instancia, el Comisionado de Ejecución designado por Asigna y, en segundo lugar, la propia Cámara, para enfrentar el incumplimiento de alguno de los Socios Liquidadores. A su vez, cada uno de estos niveles cuenta con una serie de recursos detallados de los cuales dispondrán sucesivamente el Comisionado de Ejecución y Asigna, hasta lograr satisfacer completamente el monto incumplido, generando así un proceso donde el riesgo es mutualidad entre todos los Socios Liquidadores de la Cámara.



MEXDER



Descripción de la Red de Seguridad de Asigna

Una vez que Asigna ha determinado la intervención del Socio Liquidador incumplido, designando un Comisionado de Ejecución para sustituir la administración de dicho Socio, este precede a utilizar sucesivamente los recursos disponibles hasta en seis grandes niveles, dependiendo del tipo de Socio Liquidador de que se trate (por Cuenta Propia o por Cuenta de Terceros), hasta cubrir el monto total incumplido. Dispondrá, en ese orden, de:

Nivel 1: Los recursos del Cliente incumplido, si se trata de un Socio Liquidador de Posición de Terceros.

Nivel 2: Los recursos del Socio Liquidador incumplido.

Nivel 3: Los recursos de, en caso de que lo haya, el otro Socio Liquidador del mismo Grupo Financiero donde se ubica el Socio incumplido.

Nivel 4: Los recursos del Fondo de Compensación.

Nivel 5: Los recursos de los Socios Liquidadores.

Nivel 6: Los recursos de la Cámara de Compensación.

Cada una de estas fases sería ejecutada bajo un estricto apego a los esquemas vigentes de regulación. En particular, el Reglamento Interior de Asigna, Compensación y Liquidación regula y prevé todos los puntos relacionados con la ejecución de la Red de Seguridad de la Cámara.

4.4.8 CONTROL DE RIESGOS

Como contraparte de todos los contratos operados en el mercado de derivados, Asigna desarrolla una serie de actividades encaminadas a mantener la integridad financiera y operativa de sus Socios, Clientes y de sí misma. De las primeras actividades de control de riesgos son las encaminadas a evitar la concentración de posiciones abiertas que lleguen a ser de alto riesgos para el mercado en su conjunto. En este sentido las principales actividades que se desarrollan son las siguientes:

Monitores permanentes del comportamiento del mercado.

Monitores de las posiciones abiertas y posiciones límite.

Supervisión de los procesos de liquidación diaria y al vencimiento de los contratos.

Vigilancia del cumplimiento de manuales y reglamentos internos.

Observación de los parámetros operativas.

Como una medida de prevención de quebrantos de Socios y Clientes, se lleva a cabo una evaluación de riesgo al que se exponen. Para realizar esta actividad, Asigna desarrolla entre otras, lo siguiente:



MEXDER



Monitorea en tiempo real las posiciones de sus Socios operadores y Clientes, así como la suficiencia de recursos.

Realiza simulaciones con movimientos extremos de precios para cada cuenta abierta en el mercado. Establece alarmas sobre la insuficiencia de recursos con el fin de requerir recursos de manera oportuna.

Detonar una liquidación extraordinaria, en caso de que las aportaciones iniciales mínimas sean insuficientes.

Asigna desarrolla una serie de actividades encaminadas a la implementaron y desarrollo de metodológicas que permiten estimar parámetros de riesgo, con el objeto de mantener la integridad financiera del mercado. Entre otras actividades desarrolladas, sobresalen las siguientes:

- Determinar las Aportaciones Iniciales Minimas (AIM's) aplicables a cada uno de los Contratos de Futuros negociados en MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V.

Evaluar y determinar los descuentos (haircuts) que deben aplicar a los valores constituidos como AIM'S.

Monitorear a tiempo real la suficiencia de las AIM'S

Evaluar la suficiencia del Fondo de Compensación.

Monitorear de manera permanente la suficiencia y liquidez del patrimonio de los Fideicomisos Liquidadores.

4.5 INSTRUMENTOS DEL MEXDER

En el Mercado Mexicano de Derivados se listan contratos estandarizados de futuros y de opciones. De acuerdo con el desarrollo y profundidad que alcance la negociación de los instrumentos previstos para las primeras fases, se podrán listar contratos de mayor complejidad en cuanto a activos subyacentes. Plazos de vencimiento y otras características.

Debido a que en la primera etapa solo se listaran Contratos de Futuros, las definiciones que a continuación se presentan están referidas únicamente a este tipo de instrumentos.

Estrategias de Listado de Contratos en MexDer

Futuros sobre Tasas e Indices	Opciones sobre IPC	Opciones sobre Bonos
Futuros sobre Dólar	Opciones sobre acciones	Opciones sobre Dólares
Futuros sobre IPC		Opciones sobre Futuros
Paquetes de Acciones		

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



Clases y series

La negociación de futuros se efectúa mediante contratos estandarizados en plazo, monto, cantidad y número de activos subyacentes objeto del contrato, cuya liquidación se efectúa en una fecha futura, denominada fecha de vencimiento. La clase está integrada por todos los Contratos de Futuros que están referidos a un mismo activo subyacente; la serie está integrada por todos aquellos Contratos de Futuros que pertenecen a la misma clase con diferente fecha de vencimiento.

Vigencia de los contratos

Un contrato puede ser negociado a partir de la fecha de emisión o puesta en mercado, hasta la fecha de vencimiento, que es el último día definido por las Condiciones Generales de Contratación para su operación, antes de su fecha de liquidación final. En cuanto a la liquidación, MexDer aplica la modalidad americana, mediante la cual los participantes pueden ejercer el derecho a liquidar anticipadamente un contrato, dando aviso previo de su intención. También se puede extinguir la obligación implícita en un contrato, tomando una posición opuesta sobre la misma Clase y Serie.

Liquidación de un contrato

La liquidación final de un contrato puede ser efectuada en especie (entrega del activo subyacente, como en el caso de acciones y divisas) o en efectivo; según se disponga en las Condiciones Generales de Contratación.

4.5.1 CONDICIONES GENERALES DE CONTRATACION

Las Condiciones Generales de Contratación son el medio en virtud del cual MexDer, establece los derechos y obligaciones, así como los términos y condiciones a los que se sujetarán los participantes que celebren, compensen y liquiden una Clase determinada de Contratos de Futuros.



MEXDER



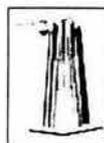
Las Condiciones Generales de Contratación de cada Clase especificaran al menos los elementos siguientes:

Activo subyacente y unidades que ampara un contrato.
Ciclo de los contratos de futuro.
Símbolo o clave en MexDer.
Unidad de cotización y puja.
Mecánicas y horario de negociación.
Fecha de vencimiento.
Fecha de inicio de negociación de las nuevas series de Contratos de Futuros y límites a las posiciones.
Ultimo día de negociación.
Fecha de Liquidación.
Forma de Liquidación.
Límites a las posiciones.
Parámetros de fluctuación.

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



Un Contrato de Futuro es el acuerdo de comprar o vender un activo subyacente a un cierto precio y en una fecha futura.

La mayor parte de los Contratos de Futuros que se inician no llegan a liquidarse ya que los inversionistas prefieren cerrar sus posiciones antes de la fecha de Liquidación especificada en el Contrato.

Subyacentes

Los activos utilizados como referencia en los Contratos de Futuros son activos reales que podrán ser traspasados en especie al vencimiento del contrato, o indicadores que se expresan en dinero y cuyo equivalente será liquidado al Vencimiento.

En sus primeras fases, la negociación de Contratos de Futuros en MexDer se efectúa teniendo como activos de referencia paquetes de acciones, divisas (dólares), índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC) y tasas de interés.

Tamaño del contrato

Especifica la cantidad de unidades del subyacente que debe ser liquidada por un

Contrato. El tamaño del contrato no debe ser muy grande para que tenga liquidez,

Ni muy pequeño para evitar un costo de negociación excesivo.

El mercado de futuros tiene una función muy importante al respecto, ya que si el tamaño de los contratos es muy grande, habrá inversionistas potenciales que no puedan acceder dados los requerimientos de tamaño en los contratos, tal es el caso de coberturas o especulaciones relativamente pequeñas en algunos Instrumentos financieros. Por el contrario, si el tamaño de los contratos suele ser más pequeño podría causar desinterés por parte de los inversionistas dado los

Costeos de liquidación de los contratos. Por lo general, el tamaño para contratos sobre activos físicos suele ser más pequeño que los contratos sobre activos Financieros. Esto se da como consecuencia de las características y necesidades de las partes contractuales.

Fecha de liquidación

Es el día hábil en que son exigibles las obligaciones derivadas de un Contrato de Futuros conforme a las Condiciones Generales de Contratación.



MEXDER



Precio de Liquidación Diaria

Es el precio de refrenda por unidad de activo subyacente que MexDer da a conocer a la Cámara de Compensación (Asigna) para efectos del cálculo de aportaciones y la liquidación diaria de los Contratos de Futuros.

Precio de Liquidación al Vencimiento

El precio de referencia que da a conocer MexDer y con base a la cual Asigna realiza la liquidación de los Contratos de Futuros en la fecha de liquidación.

Posiciones Limite

Es el número máximo de contratos abiertos de una misma clase que podrá tener un Cliente. El propósito de este límite es prevenir que los especuladores no tengan una influencia indebida en el mercado o que asuman un riesgo imprudente.

Contrato abierto

Es aquella operación celebrada en MexDer por un Cliente a través de un Socio Liquidador, que no haya sido cancelada por la celebración de una operación de naturaleza contraria.

Operación de cierre o cancelación

Para efectos de registro, es aquella que reduce o cancela la posición abierta de un cliente en una serie de contratos a través de la celebración de una operación Contraria.

Aportación inicial mínima

Es el efectivo, valores o cualquier otro bien aprobado por las Autoridades Financieras que deberán entregar los Socios Liquidadores a la Cámara de Compensación (Asigna) por cada contrato abierto.

Excedente(s) de Aportaciones

Es la diferencia entre la aportación inicial solicitada al cliente por el Socio Liquidador y la aportación inicial mínima solicitada al Socio Liquidador por Asigna.

Posición Corta

Es el número de contratos de cada una de las series, respecto de los cuales el Cliente actúa como vendedor.

Posición Larga

Es el número de contratos de cada una de las series respecto de los cuales el cliente actúa como comprador.



MEXDER



4.5.2 CONTRATOS DE FUTUROS DEL IPC

Características del Contrato	IPC Indice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
Tamaño del contrato	\$10.00 (diez pesos 00/100) multiplicados por el valor del IPC
Periodo del contrato	Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre, diciembre hasta por un año
Clave de pizarra	IPC mas mes y año de vencimiento: IPC IN 00 (junio de 2000)
Unidad de cotización	Puntos del IPC
Fluctuación de precio mínimo	1.00 (un punto del IPC) por el valor de un punto del IPC (10.00 pesos)
Horario de negociación	7:30 a 15:00 horas tiempo de la CD. de Mexico.
Ultimo día de negociación y vencimiento	Cuarto martes del mes de vencimiento o el día hábil anterior, si dicho martes es inhábil
Liquidación al vencimiento	Es el día hábil siguiente a la Fecha de Vencimiento

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



4.5.3 CONTRATOS DE FUTUROS DEL CETE A 91 DIAS

Características del Contrato	CETES Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días
Tamaño del contrato	10,000 Cetes (Equivalente a \$ 100,000.00 pesos)
Periodo del contrato	Ciclo mensual: hasta por treinta y seis meses.
Clave de pizarra	CE91 mas mes y año de vencimiento: CE91>B02 (febrero de 2002)
Unidad de cotización	La Tasa Futura a la tasa porcentual de rendimiento analizada, expresada en tantos por ciento, con dos dígitos después del punto decimal.
Fluctuación de Tasa mínima	0.01 Puntos Base.
Horario de negociación	7:30 a 15:00 horas tiempo de la CD. de Mexico
Último de negociación y vencimiento	Día de la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes.
Liquidación al vencimiento	De hábil siguiente a la fecha de vencimiento.

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



4.5.4 CONTRATOS DE FUTUROS DE TIIE A 28 DIAS

Características del Contrato	TIIE Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE)
Tamaño del contrato	100,000.00 Pesos
Periodo del contrato	Ciclo mensual: hasta por treinta y seis meses.
Clave de pizarra	TE28 mas mes y ano de vencimiento: TE2 8 JFB02 (febrero de 2002)
Unidad de cotización	La Tasa Futura a la tasa porcentual de rendimiento analizada, expresada en tantos por ciento, con dos dígitos después del punto decimal.
Fluctuación de Tasa mínima	0.01 Puntos Base.
Horario de negociación	7:30 a 15:00 horas tiempo de la CD. de Mexico
Ultimo día de negociación y vencimiento	Día hábil siguiente a la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes.
Liquidación al vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



4.5.5 CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE ACCIONES

Características del Contrato	ACCIONES INDIVIDUALES 1 Cementos Mexicanos, S.A. de C.V. (CEMEX CPO) Fomento Económico Mexicano, S.A. de C.V. (FEMSA 1 UBD) Grupo Carso, s7A~ de C.V. (GCARSO AI) Grupo Financiero BBVA Bancomer, S.A. de C.V. (GFBB 0) "Teléfonos de México, S.A. de C.V. (TELMEX L)
Tamaño del contrato	1,000 acciones
Periodo del contrato	Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre y diciembre
Clave de pizarra	Cuatro letras relacionadas a la acción + mes y año de vencimiento, por ejemplo. CMXC DCOO GCAA DCOO TMXL DCOO FEMD DCOO GFBO DCOO
Unidad de cotización	Pesos y centavos de peso por acción
Fluctuación de precio mínimo	El tamaño de la puja será igual a la utilizada en la negociación del subyacente en la BMV.
Horario de negociación	7:30 a 15:00 horas tiempo de la CD. de México.
Ultimo día de negociación y vencimiento	Cuarto martes del mes de vencimiento o el día hábil anterior, si el primero es inhábil.
Liquidación al vencimiento	El segundo día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.

Fuente: www.mexder.com.mx



MEXDER



4.5.6 CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS (DOLAR)

Características del Contrato	Dólar Dólar de los Estados Unidos de América DEUA
Tamaño del contrato	10,000.00 Dólares americanos
Periodo del contrato	Ciclo mensual hasta por tres años 1
Clave de pizarra	DEUA mas mes y año de vencimiento: DEUA M ROD (marzo de 2000)
Unidad de cotización	Pesos por dólar
Fluctuación de precio mínimo	0.001 pesos, valor de la puja por contrato 10.00 pesos
Horario de negociación	7:30 a 14:00 horas tiempo de la CD. de México
Ultimo día de negociación y vencimiento	Dos días hábiles antes de la fecha de liquidación.
Liquidación al vencimiento	Tercer miércoles hábil (tanto para México como para EUA) del mes de vencimiento.

Fuente: www.mexder.com.mx

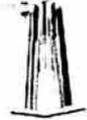


4.6 ANALISIS ESTADISTICO DEL AÑO 1998 AL AÑO 2002

FECHA	Clase	Operaciones	Volumen	Importe \$ PESOS	Interés Abierto
Dic-98	DEUA	47	1,507	158,783,380	290
	Acumulado	47	1,507	158,783,380	MEXDER
Ene-99	DEUA	107	4,870	513,131,500	97
	Acumulado	154	6,377	671,914,880	MEXDER
FEBRERO 1999	DEUA	92	4,850	500,846,000	107
	Acumulado	246	11,227	1,172,760,880	MEXDER
Mar-99	DEUA	80	4,200	425,265,500	50
	Acumulado	326	15,427	1,598,026,380	MEXDER
Abr-99	DEUA	248	16,158	1,595,777,960	3,729
	IPC	211	3,342	193,236,100	970
	Total	459	19,500	1,789,014,060	4,699
	Acumulado	785	34,927	3,387,040,440	MEXDER
May-99	DEUA	512	19,379	1,891,907,510	4,216
	IPC	339	5,697	343,595,440	1,150
	CT91	8	70	6,633,144	19
	TI28	7	80	7,858,087	40
	Total	866	25,226	2,249,994,181	5,425
	Acumulado	1,651	60,153	5,637,034,621	MEXDER
Jun-99	DEUA	579	24,788	2,461,243,080	2,569
	IPC	285	3,857	223,723,440	429
	CT91	53	5,217	494,983,050	1,394
	TI28	45	12,600	1,237,815,601	2,000
	Total	962	46,462	4,417,765,171	6,392
	Acumulado	2,613	106,615	10,054,799,793	MEXDER
Jul-99	DEUA	698	49,798	4,855,629,210	4,359
	IPC	324	4,237	253,628,760	672
	CT91	42	16,790	1,593,037,349	5,810
	TI28	39	33,850	3,326,044,246	10,050
	BNCO	2	2	40,000	0
	CMXC	3	25	1,063,500	5
	FEMD	4	420	14,058,000	400



MEXDER



	GCAA	4	22	856,950	0
	GFBO	2	20	52,300	0
	TMXL	11	101	3,744,250	60
	Total	1,129	105,265	10,048,154,565	21,356
	Acumulado	3,742	211,880	20,102,954,358	MEXDER
Ago-99	DEUA	640	39,863	3,870,309,030	8,703
	IPC	484	8,675	469,604,250	1,239
	CT91	11	4,560	431,282,031	6,826
	TI28	43	36,760	3,609,384,747	9,000
	BNCO	0	0	0	0
	CMXC	12	185	8,162,500	80
	FEMD	7	141	4,754,000	499
	GCAA	14	241	9,257,950	60
	GFBO	0	0	0	0
	TMXL	64	833	30,282,900	100
	Total	1,275	91,258	8,433,037,408	26,507
	Acumulado	5,017	303,138	28,535,991,766	MEXDER
SEPTIEMBRE 1999	DEUA	411	25,195	2,434,089,980	5,477
	IPC	326	6,432	336,081,860	996
	CT91	17	9,700	918,592,426	5,000
	TI28	22	17,690	1,737,580,600	11,020
	BNCO	0	0	0	0
	CMXC	9	100	4,326,000	0
	FEMD	3	519	14,756,700	0
	GCAA	7	60	2,208,500	1
	GFBO	0	0	0	0
	TMXL	7	135	4,536,650	10
	Total	802	59,831	5,452,172,717	22,504
	Acumulado	5,819	362,969	33,928,164,482	MEXDER
OCTUBRE 1999	DEUA	550	41,045	4,048,537,770	7,543
	IPC	274	3,860	208,985,770	998
	CT91	16	7,460	708,108,708	5,010
	TI28	59	51,122	5,024,699,355	18,060
	BNCO	0	0	0	0
	CMXC	2	40	1,732,000	40
	FEMD	2	500	16,662,500	500
	GCAA	2	11	456,300	10
	GFBO	0	0	0	0
	TMXL	14	325	12,351,000	95
	Total	919	104,363	10,021,533,403	32,256
	Acumulado	6,738	467,332	44,009,697,885	MEXDER



MEXDER



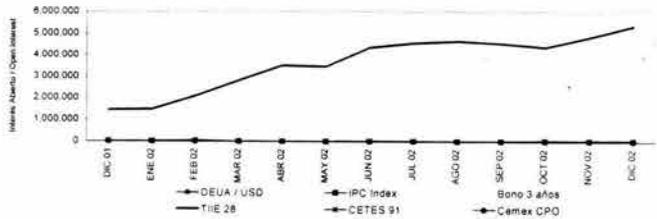
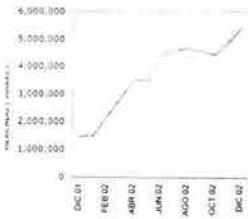
NOVIEMBRE 1999	DEUA	332	21,334	2,030,611,980	6,812
	IPC	263	3,820	237,500,600	1,300
	CT91	11	9,040	863,140,581	3,010
	TI28	66	55,870	5,501,103,492	21,130
	BNCO	0	0	0	0
	CMXC	2	20	971,500	20
	FEMD	1	20	715,000	500
	GCAA	2	20	858,500	10
	GFBO	0	0	0	0
	TMXL	17	415	19,504,750	290
	Total	694	90,539	8,654,406,403	33,072
	Acumulado	7,432	557,871	52,664,104,288	MEXDER
DICIEMBRE 1999	DEUA	257	18,477	1,784,972,160	5,646
	IPC	295	4,678	319,495,410	355
	CT91	3	2,000	191,532,791	1,010
	TI28	30	33,270	3,278,947,192	25,110
	BNCO	0	0	0	0
	CMXC	23	625	31,623,650	15
	FEMD	11	1,130	46,650,500	550
	GCAA	9	100	4,878,500	40
	GFBO	10	80	325,800	0
	TMXL	28	758	37,971,900	150
	Total	666	61,118	5,696,397,902	32,876
	Acumulado	8,098	618,989	58,360,502,191	MEXDER



MEXDER



	ENE 02	FEB 02	MAR 02	ABR 02	MAY 02	JUN 02	JUL 02	AGO 02	SEPT 02	OCT 02	NOV 02	DIC 02	Monthly Change
UA / USD	9,352	9,033	7,109	6,603	7,912	8,532	6,207	6,554	6,126	4,806	5,105	5,382	3,833 -28.78%
DIVISAS / URRENCIAS	9,352	9,033	7,109	6,603	7,912	8,532	6,207	6,554	6,126	4,806	5,105	5,382	3,833 -28.78%
Index	289	524	390	642	1,331	1,984	1,915	2,629	2,519	2,929	2,889	2,807	1,484 -47.13%
INDICES / INDEX	289	524	390	642	1,331	1,984	1,915	2,629	2,519	2,929	2,889	2,807	1,484 -47.13%
10 3 años	0	400	600	0	0	0	700	900	400	1400	700	0	0 -100.00%
TES 28	1,447,702	1,471,777	2,092,887	2,815,933	3,515,549	3,457,459	4,355,852	4,555,088	4,642,597	4,534,325	4,355,356	4,815,200	5,319,792 10.48%
TES 91	17,995	24,701	71,150	15,550	15,000	23,500	43,000	40,000	29,000	32,300	61,000	59,000	72,000 22.03%
TASAS / RATES	1,465,697	1,496,878	2,164,637	2,831,483	3,530,549	3,480,959	4,398,852	4,595,788	4,672,497	4,567,025	4,417,756	4,874,900	5,391,792 10.60%
mex CPO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CCIONES / STOCK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

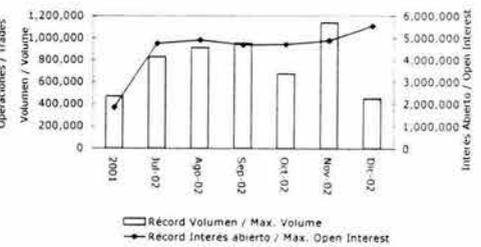
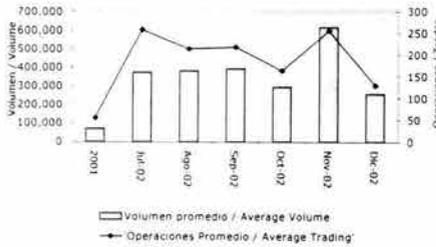




MEXDER

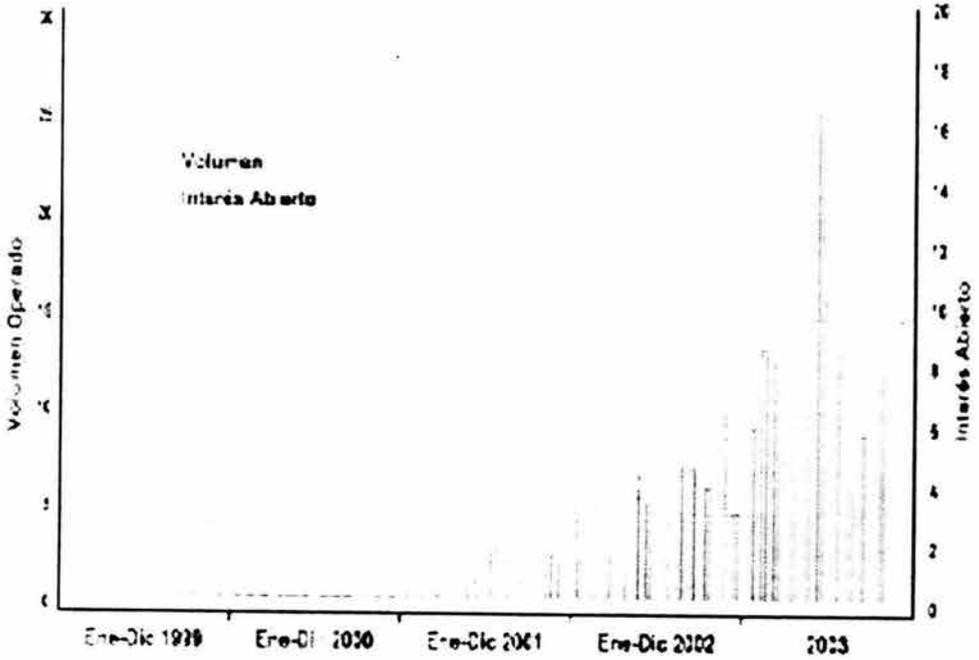


Estadísticas / Statistics	2001	Jul-02	Ago-02	Sep-02	Oct-02	Nov-02	Dic-02
No. días operados / Trading days	252	23	21	20	23	20	20
Volumen promedio / Average Volume	71,493	372,742	380,024	391,888	294,524	516,313	257,405
Operaciones Promedio / Average trading	55	259	214	219	163	256	130
Record Volumen / Max. Volume	470,645	830,341	914,234	953,562	872,687	1,136,774	450,315
Fecha / Date	04-Dic-01	09-Jul-02	27-Ago-02	26-Sep-02	30-Oct-02	27-Nov-02	13-Dic-02
Record Interés abierto / Max. Open Interest	1,841,772	4,761,654	4,917,494	4,695,893	4,710,924	4,883,089	5,537,450
Fecha / Date	13-Dic-01	17-Jul-02	20-Ago-02	02-Sep-02	16-Oct-02	29-Nov-02	17-Dic-02





Evolución de MexDer (1999 - Octubre 2003)
Cifras en millones de contratos





4.6.1 ANÁLISIS TEORICO COMPARATIVO DEL AÑO 1998 AL AÑO 2002

El ejercicio 2002 se caracterizó por un incremento importante en el volumen operado, así como por la consolidación financiera de la Sociedad al alcanzar un resultado financiero positivo por primera ocasión. Lo anterior fue posible en virtud de la estrategia desarrollada para aprovechar al máximo la conjunción de diversos factores, incluso algunos de ellos exógenos.

El explosivo crecimiento a nivel mundial en la operación de productos derivados, particularmente sobre instrumentos financieros, la baja generalizada en las tasas de interés, la creciente limitación de las líneas de crédito entre los intermediarios, el arbitraje entre mercados y la búsqueda de fuentes alternas de ingresos para los intermediarios, fueron algunos de los elementos que al ser combinados con la estrategia, permitieron concretar avances importantes.

En este contexto, las líneas estratégicas para el periodo 2002-2003 propuestas en el mes de abril al H. Consejo de Administración de MexDer, fueron las siguientes:

1. Consolidación y reactivación de los contratos listados.
2. Marco legal y régimen fiscal apropiados tanto para oferta como para demanda que incentiven la operación de MexDer.
3. Promoción y capacitación constante en distintos niveles.
4. Lanzamiento de nuevos productos. (opciones)
5. Alianzas con otros mercados.
6. Estructura de costos de operación controlada y competitiva.

En cada uno de estos puntos se tuvieron avances contundentes. Sin duda, el que destaca sobre todos ellos es el crecimiento sustancial en el volumen operado durante el 2002, el cual habla por sí mismo de la consolidación de MexDer. Sin embargo, es el mes de noviembre en donde se presentó un particular crecimiento.



MEXDER



Esto respondió a la ampliación del plazo listado de contratos de futuros de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 días, así como a las adecuaciones realizadas a las series del contrato de futuros de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) de 91 días, lo cual presentó importantes avances para los Formadores de Mercado, al igual que la incorporación de las modalidades de negociación conocidas como: "Cama", "Ronda", "Autoentrada" y "Cruce" en operaciones de "Engrapados". En materia legal, los avances observados en el 2002 de mayor relevancia para este mercado fueron dos: (1) la emisión de la regulación para sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro (SIEFORES), por parte de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, que les permite la celebración de operaciones derivadas, producto en gran medida de la sensibilización y gestión ante las autoridades en la materia, (2) así como la emisión de la circular 10-266 de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores a finales del año, que abre amplias oportunidades a las casas de bolsa, destacando la autorización para llevar a cabo operaciones derivadas con divisas por cuenta propia. Aunque en ambos casos los resultados se apreciaron hasta el 2003, quedaron sentadas las bases para que esto ocurriera. Sin duda, la entrada de inversionistas institucionales, como aseguradoras y SIEFORES contribuyó a fortalecer de manera importante a este mercado.

Administrativamente, se realizó un esfuerzo importante para identificar con transparencia los costos. Esto permitió incluir por primera vez en el presupuesto todos aquellos gastos en los que incurre MexDer en su operación y que antes no se tenían plenamente cuantificados. Como parte del proyecto de delegar en la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) el proceso de certificación del personal que actúa en el mercado mexicano de derivados, se logró que asociaciones gremiales que tienen potencial interés por los derivados, tal es el caso de nuestra participación como ponentes en distintas

Convenciones y foros como: la 5ª. Convención Forex; el 2º Seminario de Inversiones 2002 de la Asociación Mexicana de Administradoras de Fondos para el Retiro; la Convención de la Asociación de Funcionarios Financieros y Administradores del Sector Asegurador (AFASA) 2002; la sesión mensual del Grupo Ciudad de México del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas; la Semana de Finanzas y Sistema Financiero del Instituto Mexicano de Contadores Públicos y el Consejo Directivo de la AMIB entre otros.



A finales de diciembre fue liberada una nueva versión del sitio en Internet, el cual es más amigable e incorporó adecuaciones de funcionalidad y actualizaciones, lo cual representa utilidad para quienes participan en este mercado, ya que hoy en día es el medio oficial de información de esta Bolsa de Derivados.

En cuanto al posicionamiento e imagen de MexDer, debemos de reconocer que en sus inicios se despertó una gran inquietud por parte de los medios por cubrir este nuevo mercado, principalmente por las expectativas que de él se tenían, basados en la experiencia de los mercados internacionales. No obstante, la velocidad con la que creció MexDer no fue necesariamente la que muchos esperaban, lo cual ocasionó que no se le diera cobertura a este mercado en los medios de información.

Sin embargo, durante el 2002 esta situación se revirtió, lográndose la inclusión de espacios fijos en los tres principales diarios financieros y de negocios en nuestro país, así como la publicación de un suplemento bimestral denominado "Cubriendo el Futuro" a partir del mes de octubre. De igual manera, las entrevistas de radio y el espacio cedido en un noticiero televisivo tuvieron como fundamento la importancia que está adquiriendo este mercado en el sistema financiero mexicano.

Se está convencido que un elemento indispensable en la promoción es el incentivar la cultura de los derivados. En respuesta a ello, la celebración del Primer Encuentro Internacional de Bolsas de Derivados generó gran interés en sectores que aún no participan en MexDer. De igual manera, las conferencias impartidas en 10 instituciones de educación superior a nivel licenciatura y postgrado tuvieron como propósito motivar a los alumnos y académicos que elaboran los planes de estudios del ramo financiero, para que realicen estudios y análisis del mercado mexicano de derivados.

En el estándar internacional, el indicador que suele utilizarse para identificar el tamaño de una bolsa de derivados y su crecimiento, corresponde al número de contratos negociados. Analizando este concepto encontramos que el volumen negociado acumulado durante el periodo enero-diciembre de 2002, sumó 84'274,979 contratos, cifra que es 3.7 veces superior al volumen global negociado durante todo el año 2001 y más de 8 veces en comparación del año 1999.

Destaca noviembre, mes en el que se negociaron 12'326,254 contratos y en particular el día 27, al registrarse el volumen más alto en toda la historia de esta Bolsa de Derivados con 1'136,774 contratos operados.



Otro indicador de gran relevancia corresponde al Interés Abierto, el cual revela la profundidad que en un momento determinado tiene un mercado de derivados, a través del número de posiciones o contratos.

En el caso de MexDer al cierre del año 2002 existían 5'397,109 contratos abiertos. Como puede observarse, el año 2002 fue un excelente período desde el punto de vista operativo.

Si de alguna manera se intentara dimensionar el tamaño del mercado mexicano de derivados con base en el importe negociado, encontraríamos que es 29 veces superior al importe negociado en el mismo año en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Sobra decir que no son directamente equiparables, debido a que en un mercado de derivados se realiza la cobertura de flujos y en donde el total de los recursos no se intercambiará. En MexDer el Valor Nacional indica el monto cubierto, no el transferido, algo muy similar a lo que ocurre en un seguro cuando observamos el valor cubierto, mientras tanto que en el mercado de capitales se da la transferencia real de recursos y activos.

Este crecimiento en lo general, también se presentó en lo particular para cada uno de los contratos de futuros listados en MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, como se muestra a continuación.

El 1° de noviembre se realizaron algunas modificaciones a los productos más líquidos listados en MexDer, es decir en el contrato de futuros de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) a 28 días y el contrato de futuros de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) a 91 días. Lo anterior con la finalidad de responder a las necesidades del mercado de ofrecer mecanismos de cobertura a mayor plazo. El contrato de la TIIE es el producto "estrella" de MexDer, el cual antes de dichas modificaciones tenía listadas 36 series mensuales, con lo cual era posible realizar operaciones a futuro de esa tasa de interés durante los próximos 3 años. A ello le fueron adicionados 24 vencimientos mensuales, cubriendo ahora 60 meses, es decir los próximos 5 años, que al momento de dicho cambio iban de noviembre de 2002 a octubre de 2007.



Una vez vencida la serie más cercana (noviembre de 2002), automáticamente se lista un vencimiento más (noviembre de 2007), con la finalidad de que siempre sea posible cubrir el plazo antes referido. En MexDer es posible realizar operaciones tipo SWAP, conocidas como “engrapados”, con lo cual es posible ahora fijar los niveles de tasas hasta por los próximos 5 años.

MexDer realizó estos cambios como parte de la ampliación de los servicios que ofrece a los inversionistas, buscando continuamente el desarrollo del mercado y el incremento en el número de participantes que se beneficien con el uso de derivados en sus estrategias de inversión y cobertura.

La importante participación de los Formadores de Mercado de este contrato, así como la aceptación de las modificaciones señaladas anteriormente, permitieron obtener un crecimiento de 379% en el volumen negociado con respecto al año precedente.

La estrategia de atender a cada uno de los productos en forma independiente dio resultados fructíferos, ya que la promoción del contrato de futuros del IPC de la BMV entre las Casas de Bolsa, vino a dar un respiro importante a este contrato.

Para ello, se ofrecieron el que convivieran los sistemas de negociación de ambas Bolsas (MexDer y BMV), en una sola terminal –Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación (SENTRA® Capitales-Derivados). Con esto, los operadores del mercado de capitales de contado, tuvieron acceso a consultar en tiempo real las cotizaciones de MexDer, e incluso, pudieron operar simultáneamente en ambos mercados. El resultado fue un crecimiento del 43% en la operatividad de este instrumento durante 2002.

Los contratos de futuros sobre 4 acciones y un certificado de participación ordinaria, (Cemex CPO, Femsu UBD, Gcarso A1, GFBB O y Telmex L) listados en MexDer, no presentaron operatividad a lo largo de todo 2002, situación que obedece fundamentalmente al poco conocimiento de este instrumento por parte de los participantes. Vale la pena destacar que MexDer tiene listados estos futuros desde el mes de julio de 1999 y el Chicago Mercantile Exchange listó este tipo de productos en el año 2002.



PARTICIPANTES

Arbitraje Derivados, S.A. de C.V.
Banco Internacional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Bital
Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex,
Fideicomiso 13928-7
Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex,
Fideicomiso 14016-1
Banco Santander Mexicano, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero
Santander Serfin
Banca Serfin, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander
Serfin, Fideicomiso GFSSLPT
BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA
Bancomer, Fideicomiso F/29763-0
BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA
Bancomer, Fideicomiso F/29764-8
Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.
Carson & Brasch Trading Company, S.A. de C.V.
Casa de Bolsa Banorte, S.A. de C.V., Grupo Financiero Banorte
Citibank México, S.A., Grupo Financiero Citibank, Institución de Banca Múltiple
Dalami Corredores, S.A. de C.V.
Darka, S.A. de C.V.
Delta Derivados, S.A. de C.V.
Derfin, S.A. de C.V.
Deutsche Securities, S.A. De C.V., Casa de Bolsa
Finamex Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Finamex
Fopsa, Futuros y Opciones de México, S.A. de C.V.
Futuros y Opciones de La Serna y Asociados, S.A. de C.V.
García, Macías, Araneda y Asociados, Gamaa Derivados, S.A. de C.V.

ACCIONISTAS

GBM, Grupo Bursátil Mexicano, S.A. de C.V., Casa de Bolsa Grupo Financiero
GBM
Atlántico
Interactive Brokers Group, Llc
Inversora Bursátil, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Grupo Financiero Inbursa
Invex, Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Invex Grupo Financiero
Ixe Derivados, S.A. de C.V.
Maxder, S.A. de C.V.
Merrill Lynch México, S.A. de C.V., Casa de Bolsa
Mexinder, S.A. de C. V.



MEXDER



Monex Derivados, S.A. de C.V.
Multivalores Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Multivalores Grupo Financiero
Opciones y Futuros de México, S.A. de C.V.
Operadora de Derivados Serfin, S.A. de C.V.
Operadora de Derivados Tíber, S.A. de C.V.
Plusder, S.A. de C.V.
Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V.
Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero
Scotiabank Inverlat, Fideicomiso 101667
Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero
Scotiabank Inverlat, Fideicomiso 101776
Servicios y Asesoramientos Financieros, S.A. de C.V.
Sociedad Operadora de Futuros y Opciones, S.A. de C.V.
Stock & Price, S.A. de C.V.
Valores Mexicanos Casa de Bolsa, S.A. de C.V.
Value, S.A. de C.V., Casa de Bolsa, Value Grupo Financiero
Vertex, S.A. de C.V.



CONCLUSIONES

Las reformas a la legislación Financiera tienen como consecuencia la pobre regulación en los mercados financieros, los cuales son mucho más serias porque determinan el destino de los bancos, las compañías de seguros y el mercado de valores. Para llegar a un equilibrio fue necesario la creación de un conjunto de reglas que garantizaran el derecho a entrar en el mercado, y que al mismo tiempo ofreciera claridad y confianza a sus participantes. Esto se traduciría en leyes que determinarían quién puede ser un intermediario financiero, cómo pueden interactuar los bancos con sus clientes, cómo asegurar la existencia de un contexto competitivo. Por lo cual aparece Asigna, cámara de compensación y liquidación es proveer la infraestructura y los mecanismos necesarios para asegurar el registro. Compensación y liquidación de las operaciones que realicen los miembros de MexDer. Asigna se constituye como un fideicomiso de pago en una de las instituciones de crédito (fiduciario) más sólidas de México. Para ello, los socios liquidadores (fideicomitentes y fideicomisarios) aportan recursos para constituir el patrimonio de dicho fideicomiso.

Asigna cuenta con la más alta calidad certificada del sector bursátil y financiero y tendrá facultades autorregulatorias que le permitan actuar con oportunidad ante eventos que pudiesen distorsionar al mercado.

Asigna será la contraparte de todas las operaciones que se celebren en MexDer, así como la receptora del riesgo crédito de este.

Asigna tendrá como contrapartes a todos los participantes que asuman una posición.

Por otro lado el ahorro externo ha mostrado fluctuaciones importantes, las mayores tasas se asocian a los años de mayor crecimiento económico, lo que muestra que el ahorro interno es aún insuficiente para financiar el crecimiento. Para el financiamiento futuro del país será necesario incrementar el ahorro interno, y contar con un ahorro externo estable y complementario.

La operación en Opciones y Futuros requiere una vigilancia constante de la posición. Estos instrumentos pueden representar un alto riesgo si no se administran adecuadamente. Una ganancia puede convertirse rápidamente en pérdida como consecuencia de la variación de los Precios en el mercado. Operar con Opciones y Futuros requiere conocimiento y buen juicio.



MEXDER



MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V. (MexDer), es la Bolsa de Derivados de México que inició operaciones el 15 de diciembre de 1998. Su función principal consiste en proveer los mecanismos y establecer los procedimientos para la negociación ordenada de contratos de futuros y contratos de opciones, garantizando el estricto apego al marco regulatorio. MexDer es una entidad autorregulada que funciona bajo la supervisión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México.

Su MISIÓN. Impulsar el crecimiento del mercado mexicano de derivados de acuerdo a las necesidades de las empresas, inversionistas y del sistema financiero en general, desarrollando herramientas que faciliten la cobertura, administración de riesgos y eficiencia en el manejo de portafolios de inversión, en un marco de transparencia e igualdad de oportunidades para todos los participantes.

Su VISIÓN. Posicionar a MexDer como la mejor alternativa en México para la operación de derivados financieros. Fomentar el profesionalismo y calidad de nuestro trabajo, base de la buena reputación e imagen de MexDer. Dar a conocer su solidez y la seguridad que este mercado brinda a los participantes que en él intervienen, así como la utilidad para la sociedad en su conjunto, siendo un factor dinámico del crecimiento y competitividad del país.

La estrategia en una palabra se resume a diversificación, es decir lograr que el volumen operado en MexDer tenga una mezcla más homogénea, situación que se traducirá en la consolidación de esta Bolsa de Derivados.

Como un proyecto estratégico para la consolidación de MexDer y mayor penetración al mercado, podríamos listar algunos contratos sobre opciones, para ello se podría explorar la posibilidad de una alianza tecnológica con alguna bolsa de derivados del exterior, además de adquirir y adaptar un sistema de negociación que cumpla con las necesidades de un mercado naciente, con volúmenes y participantes reducidos en un inicio.

El proyecto de listar contratos de **Opciones** (la cual funciona a partir del año 2004) corresponde a la necesidad de contar con más herramientas que complementen los contratos de futuros que hoy se negocian en MexDer y que proporcionen al sistema financiero mexicano más y mejores alternativas de inversión y financiamiento.



MEXDER



Es un hecho que aún falta mucho por hacer para que los derivados dejen de ser vistos como herramientas complejas y de difícil entendimiento, para que los micro, pequeños y medianos empresarios lo vean como una oportunidad para planear su futuro, y en donde MexDer tiene un gran reto. No obstante, también es un hecho que MexDer ya tiene una posición que día a día cobra mayor importancia en el sistema financiero mexicano.



GLOSARIO

Activo Subyacente:

Bien o índice de referencia, objeto de un Contrato de Futuro o de un Contrato de Opción, concertado en la Bolsa de Derivados.

Agente:

Intermediario autorizado para responsabilizarse de la ejecución de los procedimientos de ejercicio y liquidación de contratos de futuros y opciones; función que en MexDer es efectuada por los Socios Liquidadores.

Apalancamiento Financiero:

Operación con productos derivados, a través de la cual el inversionista busca beneficiarse íntegramente de la totalidad de la apreciación (en los calls) o de la depreciación (en los puts) de los títulos de referencia, con una inversión inferior al precio de mercado de dichos títulos.

Aportación Inicial Mínima:

Efectivo, valores o cualquier otro bien aprobado por las Autoridades Financieras, que deberán entregar los Socios Liquidadores a la Cámara de Compensación por cada contrato abierto.

Aportación(es):

Es el efectivo, valores o cualquier otro bien que aprueben las Autoridades, que deba entregarse a los Socios Liquidadores y, en su caso, a los Operadores, por cada Contrato Abierto, para procurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los Contratos de Futuros.



Arbitraje:

En el mercado de opciones y otros productos derivados, el arbitraje implica una estrategia que combina la compra de un contrato que se considera subvaluado y la venta de otro considerado sobrevaluado; vinculados a dos activos subyacentes relacionados; esperando obtener un beneficio libre de riesgo, sin que medie una inversión.

Asigna:

Fideicomiso administrado por Bancomer S.A., identificado como Asigna, Compensación y Liquidación, cuyo fin es el de compensar y liquidar contratos de Futuros y Contratos de opciones, y para actuar como contraparte en cada operación que se celebre en MexDer.

Autoridades Financieras:

En el Mercado Mexicano de Derivados, conjunta o indistintamente, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México.

Boletín:

Es el medio de difusión de la información de mercado generada en las sesiones de negociación de la Bolsa, así como de la información relativa a los Activos Subyacentes, a los Socios Liquidadores y Operadores, y a la Cámara de Compensación.

Bolsa:

Es la sociedad anónima denominada MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V., que tiene por objeto proveer las instalaciones y demás servicios para que se coticen y negocien los Contratos de Futuros.

Cámara de Compensación:

Es la negociación mercantil que establecerá la fiduciaria con cargo al patrimonio del Fideicomiso número F/30,430 que tiene por fin compensar y liquidar Contratos de Futuros, así como actuar como contraparte en cada operación que se celebre en la Bolsa, la cual se identifica con el nombre comercial de "Asigna Compensación y Liquidación".



Canasta Accionaria:

Conjunto de acciones de diferentes series y emisoras que constituye una unidad de referencia para la emisión de contratos de derivados.

Capacidad Financiera:

Al resultado del análisis efectuado a un Cliente que determina el total de obligaciones que puede asumir en la celebración de Contratos.

Clase:

Todos los contratos de futuros y contratos de opciones que tienen como objeto o referencia un mismo activo subyacente.

Clave(s) de Acceso:

Al código alfanumérico único, intransferible y personal que digita el usuario en la terminal del Sistema Electrónico de Negociación para obtener el acceso al mismo y que constituye la firma electrónica de las operaciones celebradas en la Bolsa.

Clave(s) de Registro:

A los códigos que la Bolsa asigna a cada Socio Liquidador u Operador, Formador de Mercado y, en su caso, a aquellos sujetos a los Términos y Condiciones de Liquidez para identificar sus operaciones en el Sistema Electrónico de Negociación.

Cliente:

Es la persona que celebra contratos de futuros y/o contratos de opciones en MexDer, a través de un Socio Liquidador o de un Operador que actúe como comisionista de un Socio Liquidador, y cuya contraparte es la Cámara de Compensación.

Comisionado de Ejecución:

Persona designada por el Comité Técnico para asumir la administración de un Socio Liquidador, cuando se presente cualquiera de los supuestos de intervención previstos en el Reglamento.



Comité de Auditoría:

Es el órgano colegiado de la Bolsa encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades de auditoría.

Comité de Certificación:

Órgano colegiado de MexDer encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades de certificación al personal responsable de cada Miembro.

Comité Disciplinario y Arbitral:

Órgano colegiado de MexDer encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades disciplinarias.

Comité Normativo y de Ética:

Órgano colegiado de MexDer encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades normativas.

Comité de Admisión y Nuevos Productos:

Es el órgano colegiado de la Bolsa encargado de auxiliar al Consejo en sus facultades técnicas de instrumentación y desarrollo de nuevos productos y mecánicas operativas, así como de admisión y aprobación de accionistas de la Bolsa, de Socios Liquidadores y Operadores, y de acreditación del personal de los mismos.

Comité Técnico:

Órgano de gobierno de un fideicomiso.

Comité de la Cámara de Compensación:

Órgano colegiado para vigilar la prestación de servicios contratados entre MexDer y Asigna, así como las comisiones y tarifas cobradas por los mismos.



Commodities:

Palabra inglesa que se utiliza para nombrar al conjunto de mercaderías como metales, productos agrícolas, etc., negociados en una bolsa o en el mercado spot.

Comprador(es):

En un Contrato de Futuro, es la parte que se obliga a pagar a la contraparte en la Fecha de Liquidación el Saldo de Liquidación al Vencimiento.

Conciliador:

Persona que ha sido designada en términos del Reglamento para desempeñar el cargo de conciliador entre las partes, en caso de controversia.

Condiciones Especiales de Operación:

Son los requisitos estandarizados de operación de los Formadores de Mercado, que forman parte integrante de las Condiciones Generales de Contratación.

Condiciones Generales de Contratación:

Características estandarizadas para cada uno de los contratos de futuros y contratos de opciones.

Consejo de Administración de MexDer:

Organo de gobierno de MexDer, elegido por la Asamblea de Accionistas.

Contralor Normativo:

Es la persona que ha sido designada en términos de los estatutos sociales de la Bolsa y autorizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, responsable de vigilar que se observen las Reglas, Disposiciones, normas de autorregulación que expidan la Bolsa y la Cámara de Compensación, así como las demás disposiciones que emitan las Autoridades aplicables al mercado y de proponer al Consejo modificaciones a las normas de autorregulación.

Contrato Abierto:

Operación celebrada en MexDer por un cliente a través de un Socio Liquidador, que no haya sido cancelada por el mismo cliente, por la celebración de una



operación de naturaleza contraria de la misma Serie, a través del mismo Socio Liquidador.

Contrato de Futuro:

Contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad, entre otros, para comprar o vender un activo subyacente, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura. Si en el contrato de futuro se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente. De acuerdo con el subyacente es como se determina el tipo de futuro, así se tiene que un futuro sobre divisas se está refiriendo a que el valor subyacente objeto del contrato es una cantidad determinada de cierta moneda extranjera.

Contrato de Opción:

Contrato estandarizado, en el cual el comprador, mediante el pago de una prima, adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar (call) o vender (put) un activo subyacente a un precio pactado (precio de ejercicio) en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, el activo subyacente al precio convenido. El comprador puede ejercer dicho derecho, según se haya acordado en el contrato respectivo. Si en el contrato de opción se pacta el pago por diferencias, no se realizará la entrega del activo subyacente.

Contrato forward:

El realizado por dos partes que acuerdan comprar o vender un artículo específico en una fecha futura. Difiere de un futuro en que es contratado directamente entre las partes, sin intervención de una cámara de compensación y sólo puede realizarse hasta su vencimiento.

Contrato:

Instrumento legal en el que se establecen las partes que se obligan y sus respectivos derechos y obligaciones.

Cuenta Propia:

Registro de las operaciones con base en el cual se realiza la compensación y el cálculo de Aportaciones Iniciales Mínimas, aportaciones al Fondo de Compensación y demás conceptos objeto de compensación y liquidación que la Cámara de Compensación lleva de cada Socio Liquidador de Posición Propia.



Cuentas:

Conjunto de registros de las operaciones con base al cual Asigna realiza la compensación y el cálculo de Aportaciones Iniciales Mínimas, aportaciones al Fondo de Compensación y demás conceptos objeto de compensación y liquidación que la Cámara de Compensación llevará por cada Socio Liquidador.

Cuenta de Clientes de Operador:

Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva para el conjunto de Clientes del Socio Liquidador de Posición de Terceros derivados de la función de comisionista de cada Operador, con excepción de éstos últimos, en base al cual se realiza la compensación y liquidación.

Cuenta de Conciliación:

Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva para las Operaciones derivadas de errores operativos de los Socios Liquidadores de Posición de Terceros.

Cuenta de Formador de Mercado:

Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva por cada uno de los Operadores que actúen como Formadores de Mercado, en términos del reglamento de la Bolsa, en base al cual se realiza la compensación y liquidación.

Cuenta de Operador: Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva para cada Operador que opere en posición propia, incluyendo aquellas operaciones realizadas al amparo de los Términos y Condiciones de Liquidez o de las Condiciones Especiales de Operación que establezca la Bolsa.

Cuenta General de Operaciones: Es la cuenta de depósito de dinero a la vista que lleva una institución de crédito cuyo titular es la Cámara de Compensación, en la cual se realizan los depósitos y retiros de efectivo de los saldos netos diarios y de los Saldos de Liquidación al Vencimiento.

Cuenta General de Valores: A la cuenta de valores que lleva una institución para el depósito de valores, cuyo titular es la Cámara de



Compensación, en la cual se realizan los depósitos y retiros de valores entregados como Aportaciones Iniciales Mínimas.

Cuenta MexDer: Es el número de cuenta individual que asigna la Bolsa a cada Cliente a solicitud del Socio Liquidador, en base al cuál se identificarán las operaciones por Cliente, independientemente de que dichas operaciones sean realizadas a través de uno o más Socios Liquidadores.

Cuenta Propia:

Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva de la institución de banca múltiple y/o casa de bolsa fideicomitentes de un Socio Liquidador de Posición Propia en base al cual se realiza la compensación y liquidación, incluyendo aquellas operaciones realizadas al amparo de los Términos y Condiciones de Liquidez o de las Condiciones Especiales de Operación que establezca la Bolsa.

Día Hábil:

Cualquier día en que las instituciones de crédito y las casas de bolsa deben mantener abiertas su oficinas y celebrar operaciones en términos de la regulación vigente.

Director General:

Es la persona que ha sido designada en términos de los estatutos sociales de la Bolsa y aprobada por las Autoridades para desempeñar el cargo de Director General de la misma.

Disposiciones:

"Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa", publicadas en el Diario Oficial de la Federación de fecha 26 de mayo de 1997, así como las modificaciones, adiciones y aquellas disposiciones que sustituyan a las antes mencionadas.

Ejecución de Garantías:

Venta extrajudicial de los valores dados en garantía a través de un ejecutor de la caución bursátil, designado de común acuerdo por las partes.

Ejercicio en Efectivo:



Especificación en el contrato de derivados, cuya liquidación no requiere la entrega física del valor de referencia.

Ejercicio en Especie:

Especificación en el contrato de derivados, cuya liquidación implica la entrega física del valor de referencia.

Entrega:

Transportación de un activo (real o financiero) a un destino específico, indicado en el contrato, debido a que un futuro se realiza y debe ser saldado. En opciones se procede a la entrega cuando ésta es ejercida al precio de ejercicio pactado.

Evaluación Financiera:

Al análisis respecto a la forma en que un Cliente acredita su capacidad económica para celebrar operaciones con Contratos.

Excedente de la Aportación Inicial Mínima:

Diferencia entre la aportación solicitada al Cliente por el Socio Liquidador y la Aportación Inicial Mínima solicitada al Socio Liquidador por la Cámara de Compensación, que administra el Socio Liquidador correspondiente.

Fecha de Cancelación:

Día en que se extingue una operación que hubiere sido celebrada por un Cliente, a través de un Socio Liquidador, por haber vencido el plazo de tal operación, o por la celebración de una operación contraria del mismo tipo por dicho Cliente, a través del mismo Socio Liquidador.

Fecha de Liquidación:

Es el Día Hábil en que son exigibles las obligaciones derivadas de un Contrato conforme a las Condiciones Generales de Contratación.

Fecha de Vencimiento:

Es el Día Hábil en que expira el plazo de un Contrato conforme a las Condiciones Generales de Contratación.



Fideicomiso:

Figura jurídica que ampara la entrega de determinados bienes por parte de una persona física o moral (el fideicomitente) a una institución que garantice su adecuada administración y conservación (el fiduciario) y cuyos beneficios serán recibidos por la persona que se designe (el fideicomisario) en las condiciones y términos establecidos en el contrato de fideicomiso.

Fideicomitente:

Persona que ordena la creación de un fideicomiso.

Fideicomitente de la Cámara de Compensación:

Persona que afecte recursos al patrimonio de la Cámara de Compensación.

Fiduciario:

Banco, casa de bolsa u otra institución bancaria de desarrollo autorizada para realizar operaciones de fideicomiso, en los términos jurídicos correspondientes. Institución encargada de cumplir las instrucciones del mandante o fideicomitente, con respecto a bienes puestos a su nombre y beneficio del mismo o de terceros.

Fondo de Aportaciones:

Fondo constituido en la Cámara de Compensación con las Aportaciones Iniciales Mínimas entregadas por los Socios Liquidadores, por cada contrato abierto.

Fondo de Compensación:

Fondo constituido en la Cámara de Compensación con, al menos, el porcentaje de la suma de todas las Aportaciones Iniciales Mínimas que fijen las Autoridades en las disposiciones legales aplicables y que la Cámara de Compensación le solicite al Socio Liquidador, así como por cualquier otra cantidad solicitada por la Cámara de Compensación para este fondo.

Grupo Producto:



Es el grupo de Contratos aprobado por las Autoridades que integra a dos o más Clases y que permite a los Socios Liquidadores reducir las Aportaciones Iniciales Mínimas, en virtud del nivel de correlación entre las mismas.

Formador(es) de Mercado:

Al Operador que obtenga la aprobación por parte de la Bolsa para actuar con tal carácter y que deberá mantener en forma permanente y por cuenta propia, Posturas de compra y venta de Contratos de Futuros.

Indice de Precios y Cotizaciones (IPC):

Es el principal indicador del mercado accionario mexicano, el cual ilustra el comportamiento de una muestra de emisoras representativas del universo de empresas que cotizan en Bolsa, con respecto a su valor de capitalización.

Liquidación:

Cerrar una posición cualquiera que ella sea, larga o corta. Para una posición larga abierta, se puede liquidar la posición vendiendo el contrato. Para una posición corta, se logra mediante compra de un contrato de futuro de la misma serie.

Liquidaciones Diarias:

Sumas de dinero que deban solicitarse, recibirse y entregarse diariamente, según corresponda, y que resulten de la valuación diaria que realice la Cámara de Compensación por aportaciones iniciales mínimas, Fondo de Compensación y por variaciones en el precio de cierre de cada contrato abierto, con respecto al precio de cierre del día hábil inmediato anterior o, en su caso, con respecto al precio de concertación.

Liquidación Extraordinaria:

Cantidad de dinero que la Cámara de Compensación exige a cada Socio Liquidador, en las situaciones de emergencia previstas en el Reglamento Interior de la Cámara de Compensación.

Manual Operativo:

Es el Manual de Políticas y Procedimientos, en el cual se establecen los procedimientos y especificaciones a los que deben ajustarse la Bolsa, los Socios



MEXDER



Liquidadores y Operadores y la Cámara de Compensación en el cumplimiento de sus funciones.

Mark-to-Market:

Práctica de acreditar o disminuir la cuenta de margen de los agentes, debido a los movimientos diarios en el precio de cierre del subyacente del futuro.

Mercado Spot:

Aquel en que la entrega y pago del bien negociado se efectúan al momento de la concertación. El precio al cual se negocian se le conoce como precio spot o de contado.

MexDer:

Sociedad anónima denominada MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V., que tiene por objeto proveer las instalaciones y demás servicios para que se coticen y negocien los contratos de futuros y contratos de opciones.

Miembro:

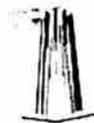
Operador autorizado por MexDer para celebrar contratos de futuros y contratos de opciones, ya sea en el carácter de Socio Liquidador o de Operador.

Operación:

Acto mediante el cual se celebra indistintamente un Contrato de Futuro o un Contrato de Opción en MexDer, por virtud del cual, un cliente y la Cámara de Compensación se adhieren a los términos establecidos en las Condiciones Generales de Contratación.

Operación en Firme:

A aquella transacción consistente en la presentación de una Postura de compra o de venta en el Sistema Electrónico de Negociación que se perfecciona cuando el precio de una Postura de compra sea igual o mayor que el de una Postura de venta o cuando el precio de una Postura de venta sea igual o menor que el de una Postura de compra.



Operación de Apertura:

Para efectos de registro, es aquella operación por la cual se crea o incrementa la posición abierta de un Cliente en una Serie de Contratos de Futuro. Para la parte que compra, la operación de apertura crea o incrementa la posición larga; para la parte que vende, la operación de apertura crea o incrementa la posición corta.

Operación de Autoentrada:

A aquella transacción celebrada a través de la presentación de una Postura de compra y una Postura de venta en el Sistema Electrónico de Negociación por parte del mismo Socio Liquidador u Operador, siempre y cuando una de las Posturas proceda de la cuenta propia de un Socio Liquidador o de un Operador.

Operación de Cierre o Cancelación:

Para efectos de registro, es aquella operación por virtud de la cual se reduce o cancela la posición abierta de un Cliente en una Serie de Contratos, a través de la celebración de una operación contraria. Para la parte que compra, la operación de cierre reduce o cancela la posición corta; para la parte que vende, la operación de cierre reduce o cancela la posición larga.

Operación de Cruce:

A aquella transacción celebrada a través de la presentación de una Postura de compra y una Postura de venta en el Sistema Electrónico de Negociación por parte del mismo Socio Liquidador u Operador, siempre y cuando las Posturas provengan de Clientes.

Operación de Profundidad:

A aquella transacción que realicen los Formadores de Mercado a través del servicio de operación vía telefónica, consistente en la presentación de Posturas de compra o venta, durante un periodo específico dentro de una sesión de negociación, al mismo precio al de la última operación registrada para esa Serie y siempre y cuando se haya perfeccionado la totalidad del volumen de la Postura desplegada en el Sistema Electrónico de Negociación.



Operaciones por Cuenta Propia:

A las que liquiden y, en su caso, celebren los Socios Liquidadores exclusivamente por cuenta de sus fideicomitentes institución de banca múltiple, casa de bolsa y demás entidades financieras que formen parte del grupo financiero al que pertenezca dicha institución de banca múltiple o casa de bolsa en los términos de las Reglas, así como las que celebren los Operadores como Clientes de un Socio Liquidador.

Operaciones por Cuenta de Terceros:

A las que liquiden, y en su caso, celebren los Socios Liquidadores por cuenta de personas distintas a la institución de crédito y/o casa de bolsa fideicomitente, así como las que celebren los Operadores actuando como comisionistas de un Socio Liquidador.

Operador(es):

A las instituciones de crédito, casas de bolsa y demás personas físicas y morales que pueden o no ser socios de la Bolsa, cuya función sea actuar como comisionista de uno o más Socios Liquidadores, en la celebración de Contratos de Futuros y que pueden tener acceso al Sistema Electrónico de Negociación de la Bolsa para la celebración de dichos contratos.

Cuando los Operadores celebren Contratos de Futuros y Contratos de Opciones por cuenta propia, actuarán como Clientes.

Operador(es) de Mesa:

A la persona física contratada por un Operador o por un Socio Liquidador, para ejecutar órdenes para la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones por medio de los sistemas electrónicos de negociación de la Bolsa.

Operador de Piso:

Persona física contratada por un Socio Operador o por un Socio Liquidador, para ejecutar órdenes contratos de futuros y contratos de opciones, en las instalaciones de MexDer. Derogado (Mayo 8, 2000).



Orden(es):

Son las instrucciones de compra o de venta de una Serie determinada giradas por parte de un Cliente.

Over the Counter (OTC):

Es el término que se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de una bolsa organizada de valores. En Estados Unidos existe un mercado conocido como OTC en el cual se negocian bonos, productos derivados y acciones de empresas, el cual tiene requisitos de cotización más flexibles que las grandes bolsas de valores.

En México se refiere principalmente a la compraventa a futuro de dólares, tasas de interés y otros instrumentos autorizados, que se realizan directamente entre participantes e intermediarios, entendiéndose como participantes a las personas físicas nacionales y extranjeras y los intermediarios a las instituciones de crédito o casas de bolsa que obtienen autorización por escrito del Banco de México para realizar operaciones de compraventa con otros intermediarios y participantes.

Panel Arbitral:

Es el órgano colegiado auxiliar del Comité Disciplinario y Arbitral encargado de resolver por medio del arbitraje las controversias que se susciten entre Socios Liquidadores u Operadores o entre Clientes y Socios Liquidadores y Operadores.

Panel Disciplinario:

Es el órgano colegiado auxiliar del Comité Disciplinario y Arbitral encargado de resolver los casos de incumplimiento a las obligaciones establecidas en el presente Reglamento y en el Manual Operativo.

Participación:

Es el acto por virtud del cual un Socio Liquidador u Operador interviene en una operación de cruce o de autoentrada, aceptando los términos del ofrecimiento del Socio Liquidador u Operador que se encuentre realizando dicha operación.

Patrimonio Mínimo:



Es el fondo que los fideicomitentes del Fideicomiso deben mantener constituido, cuyo monto en ningún momento deberá ser menor al establecido por las Autoridades Financieras.

Personal Acreditado:

Son aquellas personas que han sido designadas por los Socios Liquidadores y Operadores como Promotores, Operadores de Mesa, administradores de riesgos y administradores de cuentas, y que han sido acreditadas por la Bolsa.

Posición Corta sobre un Futuro:

Posición que mantiene un inversionista que se compromete a vender un bien subyacente, mediante un contrato de futuro. Número de Contratos de cada una de las Series respecto de las cuales el Cliente actúa como Vendedor.

Posición Individual:

Para efecto de la constitución de las Aportaciones Iniciales Mínimas, es la Posición Larga o la Posición Corta en contratos pertenecientes a una misma Serie que no forman parte de una Posición Opuesta.

Posición Intragrupo:

Para efecto de la constitución de las Aportaciones Iniciales Mínimas, es la posición que se integra con un cierto número de Contratos en Posiciones Cortas en una Clase y con cierto número de Posiciones Largas en otra Clase, que formen parte del Grupo Producto y pertenezcan a una misma cuenta MexDer.

Posición Larga Sobre un Futuro:

Posición que mantiene el comprador de un futuro, número de contratos de cada una de las Series, respecto de los cuales el Cliente actúa como comprador.

Posición(es) Límite(s):

Es el número máximo de Contratos Abiertos de una misma Clase o Serie que podrá tener un Cliente.

Posición Opuesta:

Para efecto de la constitución de Aportaciones Iniciales Mínimas, es la posición que se integra con un número de contratos en posición larga de una Serie con igual número de contratos en posición corta de otra Serie, cuando ambas Series



son de una misma Clase. Las posiciones opuestas se formarán sucesivamente con los contratos pertenecientes a las Series cuyas fechas de vencimiento sean las más próximas.

Postura:

Es la oferta para comprar o vender un número de Contratos de una Serie a un precio determinado, realizada por un Socio Liquidador u Operador a través del Sistema Electrónico de Negociación.

Precio de Liquidación Diaria o Precio de Cierre a Presidente:

Precio de referencia por unidad de activo subyacente que MexDer da a conocer a la Cámara de Compensación, para efectos del cálculo de aportaciones y la liquidación diaria de los contratos de futuros y/o contratos de opciones.

Precio de Liquidación al Vencimiento:

Precio de referencia que da a conocer MexDer y con base al cual Asigna realiza la liquidación de los contratos de futuros y/o contratos de opciones en la fecha de liquidación. El precio de liquidación al vencimiento se determina por unidad de activo subyacente.

Precio Futuro:

Precio por unidad de activo subyacente acordado en un Contrato de Futuro en la fecha de celebración. Este se ajustará diariamente para efecto de reflejar las pérdidas y ganancias.

Productos Derivados:

Familia o conjunto de instrumentos financieros, cuya principal característica es que están vinculados a un valor subyacente o de referencia. Los principales productos derivados son los futuros, las opciones, los warrants, las opciones sobre futuros y los swaps.

Promotor:

Es aquella persona facultada por un Socio Liquidador u Operador para atender las instrucciones que reciba de parte de sus Clientes para la celebración de operaciones en Bolsa.



Puja:

Variación mínima permitida en el movimiento del precio de una Serie de contratos de futuros o contratos de opciones.

Reglamento:

Es el Reglamento Interior de la Bolsa y de la Cámara de Compensación.

Reglas:

Son las "Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa", publicadas en el Diario Oficial de la Federación, de fecha 31 de diciembre de 1996, así como las modificaciones, adiciones y aquellas reglas que sustituyan a las antes mencionadas.

Riesgo Contraparte:

Se produce cuando no hay una Cámara de Compensación que actúe como contraparte de todas las posiciones.

Riesgo Crédito:

Conocido también como riesgo de incumplimiento y se refiere al incumplimiento de la obligación adquirida con el comprador de un contrato de opción.

Riesgo de Mercado:

Es el que afecta al tenedor de cualquier tipo de valor, ante las fluctuaciones de precio ocasionadas por los movimientos normales del mercado.

Riesgo Precio:

Es el riesgo asociado con movimientos adversos en el precio del activo o valor sobre el cual se mantiene alguna posición.

Saldo de Liquidación al Vencimiento:

En caso de una Posición Larga liquidable en especie, es la cantidad que resulte de multiplicar el precio de liquidación al vencimiento por el número de unidades del activo subyacente que ampare un Contrato de Futuro. En caso de una posición corta liquidable en especie, es el número de unidades del activo subyacente que ampara un Contrato de Futuro. En caso de una posición larga o una posición corta



liquidable en efectivo, es la diferencia entre el precio de liquidación diaria del día anterior a la fecha de vencimiento y el precio de liquidación al vencimiento, multiplicado por el número de unidades del Activo Subyacente que ampara el Contrato de Futuro.

SAVAP:

Es el Sistema de Administración de Aportaciones en Valores para Derivados, a través del cual se realiza la administración de los valores aportados que reciban la Cámara de Compensación y los Socios Liquidadores. A través del SAVAP, la Cámara de Compensación podrá recibir y registrar los valores al fondo de Patrimonio Mínimo y al Fondo de Aportaciones, mientras que los Socios Liquidadores podrán recibir y registrar valores aportados como patrimonio mínimo y como Excedentes de Aportaciones Iniciales Mínimas.

Serie:

Tratándose de contratos de futuros, son todos los Contratos pertenecientes a una misma Clase con igual fecha de vencimiento. Todas las opciones de la misma Clase, con igual precio y fecha de vencimiento.

SIDV:

Es el Sistema Interactivo para el Depósito de Valores de la S.D. Indeval, S.A. de C.V., a través del cual se realiza la administración y registro de valores.

Sistema Electrónico de Negociación:

Al sistema que provee la Bolsa para la celebración de Contratos por parte de los Socios Liquidadores y Operadores.

Sistema Electrónico para la Recepción y Registro de Ordenes y Asignación de Operaciones o SRA:

Al sistema electrónico que cada Socio Liquidador u Operador que celebre Operaciones por Cuenta de Terceros debe utilizar para registrar las Ordenes de sus Clientes y para la asignación de las operaciones que resulten con motivo de la ejecución de dichas Ordenes en el Sistema Electrónico de Negociación.

Socio Liquidador:



MEXDER



Fideicomiso que participa en el patrimonio de la Cámara de Compensación, teniendo como finalidad celebrar y liquidar, por cuenta propia o de clientes, contratos de futuros y contratos de opciones operados en Bolsa.

Socio Liquidador de Posición Propia:

Es el fideicomiso que tenga como fin compensar y liquidar exclusivamente operaciones por cuenta de sus fideicomitentes institución de banca múltiple, casa de bolsa y demás entidades del grupo financiero al que éstas pertenezcan, así como del Operador en cuyo capital participen cualquiera de las instituciones antes señaladas.

Operador:

Es el miembro de MexDer, cuya función es actuar como comisionista de uno o más Socios Liquidadores, en la celebración de Contratos de Futuros y Contratos de Opciones y que puede tener acceso a las instalaciones de MexDer, para la celebración de dichos contratos.

Subasta:

Medio de concertación de Contratos de Futuros bajo la modalidad de doble mercado, en la que todos los Socios Liquidadores, Operadores y Clientes tienen el derecho de participar simultáneamente como Comprador y como Vendedor. El precio al que se realiza la subasta es aquél que se obtiene de las Posturas de compra y venta que logra el mayor número de Contratos negociados.

Subcomité de Admisión y Administración de Riesgos:

Es el órgano colegiado encargado de auxiliar al Comité Técnico en sus facultades técnicas, de admisión de fideicomitentes, de aprobación de Socios Liquidadores, de acreditación del personal de los mismos y de administración de riesgos.

Subcomité de Auditoría:

Es el órgano colegiado encargado de auxiliar al Comité Técnico en sus facultades de auditoría.



MEXDER



Subcomité Disciplinario y Arbitral:

Es el órgano colegiado encargado de auxiliar al Comité Técnico en sus facultades disciplinarias y de árbitro.

Subcomité Normativo y de Ética:

Es el órgano colegiado encargado de auxiliar al Comité Técnico en sus facultades normativas y de ética.

Subcuenta de Conciliación:

Es el registro de las Operaciones que la Cámara de Compensación lleva para las Operaciones derivadas de errores operativos.

Términos y Condiciones de Liquidez:

A los requisitos de operación que establezca la Bolsa a los cuales se sometan las instituciones de crédito y casas de bolsa autorizadas por el Consejo, para la celebración de operaciones en la misma y considerándose para ese efecto como Formadores de Mercado, obligándose a presentar Posturas de compra o venta para la celebración de un número determinado de Operaciones por Cuenta Propia y dentro de un diferencial de precios, a efecto de otorgar mayor liquidez al mercado.

Títulos Opcionales (warrants):

Es la denominación que las Autoridades Financieras le dieron a los instrumentos que internacionalmente se denominan como warrants. Son instrumentos que conceden a su tenedor, pero no la obligación, de comprar o vender otro título o canasta de títulos o un índice de precios, denominado como valor subyacente a un precio establecido con anticipación y durante un periodo determinado. Al igual que las opciones, pueden ser títulos opcionales de venta (put) o de compra (call) y se ejercen en especie o efectivo, de acuerdo con las estipulaciones del acta de emisión.

Unidad de Inversión (UDI):



MEXDER



Unida de cuenta, cuyo valor en moneda nacional publica el Banco de México, en el Diario Oficial de la Federación.

Valor de Capitalización del Mercado Accionario:

Valor total del conjunto de empresas inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores, el cual se deriva de la interacción de oferentes y demandantes.

Valor de Capitalización o Valor de Mercado de una Empresa:

Valor que los oferentes y demandantes determinan para una compañía cotizada en Bolsa y se calcula por el precio de cada acción en una determinada fecha, multiplicado por el total de acciones en circulación.

Valuación Diaria a Precio de Mercado (Mark to market):

Práctica de acreditar o disminuir la cuenta de margen de los agentes, debido a los movimientos diarios en el precio de cierre del subyacente del futuro.

Vendedor(es):

En un Contrato de Futuro, es la parte que se obliga a entregar a la contraparte en la Fecha de Liquidación el Saldo de Liquidación al Vencimiento.

Volatilidad:

Grado de fluctuación que manifiesta el precio del subyacente a través del tiempo.



BIBLIOGRAFIA.

- 1.-Argadoña Ramírez Antonio. "La Teoría Monetaria Moderna", Ed. Ariel 1989
- 2.-Ariola. Carlos. "La Modernidad en el Pensamiento de Ernesto Zedillo", Ed. Porrúa. Méx. . 1994.
- 3.-Catherine Mansell Carstens. "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. ITAM. Méx. 1989.
- 4.-Catherine Mansell. "Las Finanzas Populares en México", Ed. Itam Méx. 1995.
- 5.-Díaz Tinoco. "Futuros y Opciones Financieras", Ed. Limusa Méx. 2000.
- 6.-Diez de Castro . Luis y Mascareñas. Juan. "Ingeniería Financiera ", Ed . Mc Graw Hill . Méx. 1998.
- 7.-Delaho. H. William. "Finanzas Avanzadas, la Cobertura de Riesgos Financieros", Ed. IMEF. ITESEM. Méx. 1998.
- 8.-Flores Olea Víctor Manuel. "Crítica de la Globalización ", Ed. F.C.E. Méx. 1999.
- 9.-Gonzalez Arechiga Bernardo y Navarrete Rodolfo. "La Globalización Financiera Mundial y sus Efectos en México" Méx. 1997.
- 10.-Guillman Joseph M. "Prosperidad en Crisis, Crítica del Keynesianismo", Ed. Anagrama. Barcelona 1965.
- 11.-Heyman Thimoty. "Inversión en la Globalización", Ed. BMV Méx. 1977.
- 12.-Johnston Barri. "Relación Secuencial de la Reforma Financiera" Méx. 1995.



13.-Keynes Maynard John. "Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero"
Ed. F.C.E. Méx. 1981.

14.-Lanni. Octavio. "Teoría de la Globalización", Ed. Siglo XXI. Méx. 1999.

15.-Phelim Boyte. "Financial Risk in Insurance", Ed. Ottavian. New York 1995.

16.-Philippe Jorion. "Valor en Riesgo" Ed. Limusa. Méx. 2003

17.-Ramos Soler Jose A. "Gestión de Riesgos Financieros" Ed. Banco Interamericano de Desarrollo. Méx 1999.

18.- Robert Le Kachman. "La Teoría General de Keynes", Ed F.C.E. Méx. 1974

19.- Robertson Malcom J.M. "Ditrectory of Word Futurs and Options", New York.
Ed. Prentice hill. 1990.

20.- Rossetti Jose P. "Introducción a la Economía", Ed. Harla Méx. 1981.

21.-Standfor Jon "El Dinero la Banca y la Actividad Económica", Ed. Limusa Méx.
1977

22.- Zamora Francisco. "Tratado de Teoría Económica", Ed. F.C.E. Méx. 1977.

REVISTAS Y PERIODICOS

EL MERCADO DE VALORES. AÑO LX NUMERO DOCE. MÉX. 2000

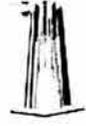
EL MERCADO DE VALORES. AÑO LXII NUMERO NUEVE. MÉX. 2002

DIA SIETE. AÑO DOS, NUMERO NOVENTA MÉX. 2001

EL FINANCIERO DICIEMBRE DE 1998



MEXDER



PAGINAS DE INTERNET.

www.méxder.com.mx

www.bmv.com.mx

www.cnbv.com.mx

www.shcp.gob.mx

www.banxico.gob.mx

www.zonafinanciera.com