



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO.

FACULTAD DE ECONOMIA

“EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO: EL CASO DEL MEX-DER”

TESIS

Para Obtener el Título de:

Licenciado en Economía.

Presenta:

Sergio Hinojosa Miranda

Tutor:

Dra. Solorza Luna Marcia Luz.

México, D.F. Octubre del 2009





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO.

FACULTAD DE ECONOMIA

“EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO: EL CASO DEL MEX-DER”

TESIS

Para Obtener el Título de:

Licenciado en Economía.

Presenta:

Sergio Hinojosa Miranda

Tutor:

Dra. Solorza Luna Marcia Luz.

México, D.F. Octubre del 2009



Mamá Papá, gracias por darme la vida

Abuelita gracias por ser mi madre

“El Mercado Financiero Mexicano: El caso del Mex-Der”

Introducción	4
--------------	---

Capítulo Primero

“Estructura del Mercado de Valores en México”

1. Origen del Mercado de Valores en México	9
1.1 Institucionalización	10
1.2 El mercado de valores	11
1.3 Participantes	12
1.4 Las Casas de Bolsa (intermediarios bursátiles)	13
1.5 La Bolsa Mexicana de Valores (BMV)	15
1.5.1 Clasificación de Mercados de la BMV	16
1.6 Reglas de Operación	16
1.7 Índices de Precios Accionarios	18
1.8 Instrumentos del Mercado de Valores	19
1.9 Sociedades de Inversión	23
1.10 Autoridades	25
1.11 Resumen Ejecutivo	27

Capítulo Segundo

La Génesis del Mercado de Derivados

“El Derrumbe del Sistema Bretton Woods”

2. La Economía de 1950-1970	31
2.1 La Posguerra	32
2.2 El ocaso de la Hegemonía del Reino Unido	33
2.3 El Acuerdo de Bretton Woods	35
2.3.1 La Postura Británica: <i>International Clearing Union</i> .	35

2.3.2 La Postura Americana: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial	36
2.4 La Conferencia	37
2.5 La Edad de Oro	38
2.6 La Quiebra. <i>Sistema Bretton Woods</i>	41
2.7 Crisis Energética de los Años 1970	43
2.8 Cambios Estructurales en el Sistema Financiero: “El Mercado de Coberturas”	45
2.9 Resumen Ejecutivo	52

Capítulo Tercero

“Elementos que Integran el Mercado de Derivados”

3. Los Productos derivados	56
3.1 Evolución del Mercado de Derivados	57
3.2 Productos	58
3.2.2 Futuros	59
3.2.2.1 Futuros Sobre Tipo de Cambio o Divisas	61
3.2.2.2 Futuros Sobre Tasa de Interés	62
3.2.2.3 Futuros Sobre Índices Accionarios	62
3.2.2.4 Los Márgenes y la Cámara de Compensación en el Mercado de Futuros	63
3.2.3 Swaps	65
3.2.4 Opciones	66
3.2.4.1 Opciones de Divisas	67
3.2.4.2 Opciones Sobre Acciones	68
3.2.4.3 Opciones Sobre Índices	69
3.2.4.4 Opciones Sobre futuros	70
3.2.4.5 In, At, Out	71
3.2.4.6 Diferente Mercados para la Negociación de Opciones	72

3.3 Mercado extrabursátil u <i>Over the Counter</i>	74
3.4 Los Participantes del Mercado Organizado de Derivados en México	75
3.5 Resumen Ejecutivo	77

Capítulo Cuarto

“La desregulación e inestabilidad financiera en México. El origen del Mex-Der”

4. El cambio estructural	81
4.1 Los años 1980's: La crisis de la deuda	82
4.2 La modernización del sistema financiero mexicano	88
4.3 La puesta en marcha del Mex-Der	91
4.4 El Mex-Der	93
4.5 La Bolsa de futuros y opciones del Mex-Der	94
4.5.1 Futuros	94
4.5.2 Opciones	96
4.6 Las empresas mexicanas y el Mex-Der	97
4.7 Resumen Ejecutivo	102
Consideraciones Finales	104
Bibliografía	108

INTRODUCCIÓN

La puesta en marcha del Mex-Der, representa sin lugar a dudas un avance cualitativo en la configuración actual del Sistema Financiero Mexicano, especialmente del Mercado de Valores, mismo que se ve robustecido con la implementación de esta clase de instrumentos denominados de “cobertura”, cuya principal finalidad es aminorar las posiciones de riesgo frente a las cuales puedan estar expuestos los usuarios del mismo, no obstante es imprescindible mencionar que buena parte de esta clase de instrumentos pueden fungir como elementos de índole meramente especulativo y por tanto el rol que juegan dentro del Mercado Financiero es de suma importancia para el Sistema Financiero.

Debe destacarse el esfuerzo conjunto entre los diferentes actores del medio financiero (Bolsa Mexicana de Valores, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, Indeval) para poder llevar a cabo la arquitectura operativa, legal y de sistemas necesaria para el cumplimiento de los requisitos jurídicos, operativos, tecnológicos y prudenciales, establecidos por las Autoridades Financieras (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México), las cuales, producto de crisis anteriores, han tenido que fortalecer la infraestructura regulatoria y prudencial aplicable, esta situación de cambio estructural en México ha exigido la imposición de requerimientos especiales que se adicionan a los recomendados internacionalmente (recomendaciones del Grupo de los 30 (G-30), la International Organization of Securities Commissions (IOSCO), la International Federation of Stock Exchanges (conocida como FIBV por sus siglas en francés), la Futures Industry Association (FIA), entre otras.

Podría decirse que la consolidación del mercado de productos financieros derivados es la realización misma de la libertad financiera, y todo lo que la palabra libertad puede llegar a implicar; sin embargo, cada bolsa de futuros y opciones tiene sus propias cualidades y objetivos de cobertura a partir de la actividad o las actividades domésticas imperantes. Por consiguiente, es un objetivo del mercado de valores promover la actividad económica a través de la obtención de fondos para canalizarlos al proceso productivo, y es una función del mercado de derivados proteger a los usuarios y

productores de *commodities*, ante sobresaltos económicos en las posiciones de compra-venta que éstos pudiesen llegar a tener.

El presente trabajo de tesis tiene como finalidad mostrar que apartir de la década de los años 1970's del siglo pasado se sientan las bases para la creación de nuevos instrumentos financieros, con el fin de ampliar la gama de acción de los mercados bursátiles a nivel global, y se tiene en cuenta que actualmente los mercados de instrumentos derivados se diversifican constantemente impulsando así un crecimiento permanente del mercado financiero mexicano.

El primer capítulo del presente trabajo se centra en focalizar al Mercado de Valores como una parte esencial del Sistema Financiero; por ende es analizado su rol en la promoción del desarrollo económico. Es evidente que a través de los mercados de valores las empresas logran allegarse los recursos necesarios para la puesta en marcha de proyectos productivos y de igual manera los inversionistas obtienen una “recompensa” por depositar su confianza en los entes productivos, domésticos o trasnacionales, o bien en su Estado (esto ocurre con la compra de títulos de deuda gubernamentales). Asimismo, en este primer capítulo se hace mención de los diversos elementos que integran al mercado de valores, su historia, sus participantes, las reglas de operación, los instrumentos que se negocian y las diferentes instancias a cargo de su supervisión y vigilancia.

El capítulo segundo tiene como objetivo hacer una síntesis histórica acerca de los diferentes aspectos de carácter económico financiero que llevaron a la gestación de instrumentos financieros de cobertura, y cómo influyó en ello la ruptura del Sistema Bretton Woods que significó el fin de la certidumbre en cuanto a tipos de cambio, tasas de interés y precios de materias primas. Adicionalmente se considera que los instrumentos financieros profundizaron el mercado de valores a nivel internacional, pero también provocaron que los flujos de capital paulatinamente se fueran desvinculando de las ramas del mercado de valores enfocadas en el fondeo de la puesta en marcha de proyectos productivos, ocasionando que la especulación - que si bien siempre ha existido en el mercado de valores- estuviera acompañada de una nueva característica: *la inestabilidad*, sin la existencia de ésta es altamente probable que los mercados de productos derivados no hubiesen tenido el auge que a la fecha poseen.

En el tercer capítulo se hace hincapié en estudiar la estructura de los instrumentos financieros derivados, los principales subyacentes bajo los cuales están indizados y la forma de negociación de los mismos, ya que la forma en que se negocia cada uno de estos instrumentos marca las características del mismo. De igual manera se describe a los diversos participantes que integran el mercado de derivados doméstico, el “Mex-Der”.

El último capítulo titulado “La desregulación e inestabilidad financiera en México. El origen del Mex-Der”, enmarca los acontecimientos económicos que dieron pauta al establecimiento de una bolsa organizada de productos derivados en México, las características de la misma, los retos, su importancia para el mercado de valores y el sistema financiero, se analizan sus principales instrumentos, y los riesgos que éstos implican, así como la peculiaridad de los mismos.

Como punto final del presente trabajo se integran algunas reflexiones a manera de conclusión sobre el mercado mexicano de derivados. Considero de suma importancia esta última parte, ya que es en ésta donde habré de exponer de manera clara, directa y precisa los elementos que a mi parecer deben destacarse de la presente tesis, con la finalidad de afirmar o rechazar la hipótesis planteada al principio de esta investigación. Asimismo, menciono la bibliografía mínima de consulta obligada para llevar a cabo la tesis que a continuación tengo el gusto de presentarles.

“La bolsa es un juego que consiste en ir pasando de unos a otros una cerilla encendida, hasta que llega a uno que se quema los dedos.” (John F. Kennedy)

CAPÍTULO PRIMERO

Estructura del Mercado de Valores en México

1. Origen del Mercado de Valores en México

El inicio de la bolsa en nuestro país se remonta hacia fines del siglo anterior, se tienen antecedentes de 1894, que ya se reunían inversionistas nacionales y extranjeros para negociar principalmente títulos mineros.

Posteriormente se incorporaron acciones emitidas por otras compañías y la importancia de las operaciones fue mayor, por lo que se establecieron oficinas propias en el número 9 de la calle de Plateros (hoy, Madero) del centro de la Ciudad de México. Algunas empresas emisoras, cuyos valores se negociaban en esa época los podemos mencionar a continuación:

- Banco Nacional de México, (hoy Banamex)
- Banco de Londres y México (hoy Santander-Serfin)
- Compañía Industrial Orizaba
- Fabricas de Papel San Rafael.

Durante la Revolución Mexicana, los valores de compañías mineras y de empresas explotadoras de petróleo aumentaron las opciones de inversión, pero los inversionistas manifestaron escaso interés debido a que algunas de estas últimas empresas eran consideradas de alto riesgo.

Un decreto publicado en 1916 concede autorización para la apertura de un local dedicado específicamente a la negociación de valores, aunque previene la intervención directa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Reglamentos subsecuentes dictaminan que las transacciones con títulos de valor y los establecimientos en que se realizan quedan sujetas a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria (1928); y que las bolsas de valores son consideradas como organizaciones auxiliares del crédito (1932); además de indicar que los reglamentos internos de las bolsas quedaran supeditados a la aprobación de la citada Comisión.

El 5 de septiembre de 1933 se constituye la Bolsa de Valores de México, S.A. con base en una concesión otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

Esta institución financiera funciona de acuerdo a la reglamentación vigente desde 1932 y dado que la Ley Bancaria de 1941 no presenta ninguna modificación en relación a las bolsas de valores, continuó funcionando en igual forma hasta 1970.

En 1975 entra en vigor la Ley del Mercado de Valores y para 1976 existía la Bolsa de Valores de la Ciudad de México y además, las bolsas de las ciudades de Guadalajara y Monterrey; sin embargo, éstas últimas tuvieron que ser liquidadas por no cumplir con el requisito de contar con por lo menos, veinte socios, de acuerdo a la ley para otorgar la autorización correspondiente.

Entre 1995-1999, se introducen los sistemas BMV-SENTRA Títulos de Deuda y BMV Capitales, para inicios de 1999 el total de las negociaciones accionarias como de títulos de deuda se llevaron a cabo de forma electrónica.

El 1o. de enero del 2002 se constituye la Empresa de Servicios Corporativos Mexicanos del Mercado de Valores, S.A. de C.V. para la contratación, administración y control del personal de la Bolsa y de las demás instituciones financieras del Centro Bursátil que se sumaron a este proceso.

1.1. Institucionalización

En 1970 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público solicita a la Bolsa de Valores de México, la elaboración de un proyecto de Ley General de Bolsas de Valores; además de su reglamento interior. Este proyecto sirvió de base para la elaboración de la Ley del Mercado de Valores que inició su vigencia a partir de 1975, fecha que marca la institucionalización, crecimiento y consolidación del Mercado de Valores, con la creación de las casas de bolsa como instituciones socias de la bolsa, en lugar de las personas físicas corredores de bolsa.

A la fecha, sólo existe una Bolsa de Valores en México; a partir de 1976 con la institucionalización del mercado de valores, conforme a la Ley que prevé y establece los requisitos para el establecimiento de las bolsas de valores, se constituye la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

A partir de este acontecimiento más de cien empresas ofrecen sus valores a los inversionistas, quienes han encontrado en la bolsa nuevas alternativas de inversión y ahorro para sus excedentes de capital. Como parte del mismo proceso, los socios de la bolsa, personas físicas, se constituyen en las Casas de Bolsa; siendo éstas los nuevos accionistas de la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V.

El día 13 de junio de 2008, la BMV cambia su razón a Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. (Sociedad Anónima Bursátil de Capital Variable), convirtiéndose en una empresa cuyas acciones son susceptibles de negociarse en el mercado de valores bursátil, llevando a cabo el 13 de junio de 2008 la Oferta Pública Inicial de las acciones representativas de su capital social; cuya clave de pizarra a partir de esta fecha es “BOLSA”.

1.2. El mercado de valores

El mercado de valores es el conjunto de normas y participantes (emisores, intermediarios, inversionistas y otros agentes económicos) que tiene como objeto permitir el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores.

El mercado de valores es vital para el crecimiento y desarrollo de los países, pues permite a las empresas allegarse de recursos para la realización de nuevos proyectos de inversión optimizando su costo de capital, y amplía las opciones de inversión disponibles para el público en general brindándole la oportunidad de diversificar sus inversiones para obtener rendimientos acordes a los niveles de riesgo que esté dispuesto a asumir.

De acuerdo con el Artículo 3o. de la Ley de Mercado de Valores en México,¹ las acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito y documentos que

¹ La Ley del Mercado de Valores es la normatividad que tiene como “objeto desarrollar el mercado de valores en una forma equitativa, eficiente y transparente protegiendo tanto los intereses del público inversionista, minimizar el riesgo sistémico y fomentar una sana competencia” (artículo 1, párrafo primero de la LMV).

se emitan en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores, incluyendo letras de cambio, pagarés y títulos opcionales que se emitan en la forma antes citada y, en su caso, al amparo de un acta de emisión, cuando por disposición de la ley o de la naturaleza de los actos que en la misma se contengan, así se requiera.

1.3 Participantes

Los participantes en este mercado son: las entidades emisoras de los valores, los llamados intermediarios bursátiles y los inversionistas, cuyas principales características habremos de mencionar a continuación:

Las entidades emisoras de valores.- Son las empresas que cumpliendo las disposiciones establecidas, ofrecen al público inversionista, en el ámbito de la Bolsa Mexicana de Valores y con la mediación de una casa de bolsa, valores tales como: acciones, pagarés de mediano plazo, papel comercial u obligaciones, entre otros.

Tratándose de la emisión de acciones por parte de empresas que deseen ofrecerlas públicamente en este mercado, requieren de cumplir con ciertos requisitos para poder ser listadas por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), una vez hecho lo cual deberán mantener otros para seguir ubicándose dentro de dicha lista. A los primeros se les conoce como requisitos de listado y a los segundos como requisitos de mantenimiento en el mercado accionario, de manera que para poder participar en la realización de una oferta pública de acciones, a través de la BMV, las empresas interesadas deberán, entre otros aspectos:

- a) Presentar, por medio de una casa de bolsa, una solicitud a la BMV anexando la información financiera, económica y legal correspondiente.
- b) Estar inscritas en el registro nacional de valores e intermediarios que lleva la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Trámite que es gestionado por una casa de bolsa.
- c) Cumplir con lo previsto en el reglamento general interior de la BMV.
- d) Cubrir los requisitos de listado y mantenimiento de inscripción en la bolsa.

Los intermediarios bursátiles.- Son las casas de bolsa autorizadas para actuar en el mercado bursátil y que se ocupan, entre otras, de efectuar actividades relacionadas con la operación de compra-venta de valores; recibir fondos por concepto de operaciones con valores; realizar transacciones con valores en el piso de remates de la BMV y a través de los sistemas electrónicos de la misma BMV por medio de sus operadores, los cuales deberán estar registrados y autorizados tanto por la CNBV como por la BMV y prestar asesoría a las empresas interesadas en la colocación de valores y a los inversionistas en la formación de sus portafolios.

Los inversionistas.- Son las personas físicas o morales, nacionales o extranjeras, que, a través de una casa de bolsa, colocan sus recursos a cambio de valores, buscando obtener un rendimiento y dentro de los cuales destacan los llamados inversionistas institucionales, tales como las sociedades de inversión y los fondos de pensiones.

1.4 Las Casas de Bolsa (intermediarios bursátiles)

La ley del Mercado de Valores establece que las casas de bolsa deben constituirse como sociedades anónimas, con régimen de acciones ordinarias o comunes que confieren iguales derechos a los socios, los cuales sólo podrán ser personas físicas mexicanas o extranjeros en calidad de inmigrados.

Para constituir una casa de bolsa se requiere cumplir con los siguientes requisitos:

- Dos socios como mínimo.
- Cada socio debe, por lo menos, suscribir una acción.
- Que el capital esté íntegramente suscrito.
- Que se exhiba, por lo menos, el 20% del valor de cada acción pagadera en dinero.
- Que se exhiba el valor íntegro de cada acción, cuando se pague en bienes distintos de dinero.
- Tener íntegramente pagado el capital mínimo, si se opta por un régimen de capital variable.
- Debe contar con un consejo de administración compuesto de por lo menos cinco miembros y adquirir una acción de la bolsa mexicana de valores.

Actividades:

Las actividades que puede desempeñar una casa de bolsa, están definidas por la misma ley del mercado de valores, que señala:

- Pueden actuar como intermediarios en el mercado de valores.
- Recibir fondos por concepto de las operaciones con valores que les sean encomendados. Esto es, invertir el dinero de sus clientes en instrumentos del mercado de dinero o de capitales y, en caso de no poderlo realizar, depositarlo en una institución bancaria al día hábil siguiente

Las operaciones que lleven a cabo para la compra-venta de valores, pueden ser de los siguientes tipos:

A.- Al contado:

Son aquellas operaciones que se liquidan a más tardar en los dos días hábiles siguientes de haberse concretado, con excepción de las relativas a metales preciosos, papel comercial y/o cetes, que se liquidarán al día siguiente.

B.- A plazo:

Son aquellas operaciones en las que al momento de ser realizadas, se pacta que su liquidación será diferida a una fecha posterior, sin exceder a 365 días naturales.

C.- En firme:

Son aquellas operaciones que se ofrecen a un precio determinado, con la indicación de compra o venta y cuya proposición se considera vigente hasta el final de cada sesión en el piso de remates de la bolsa mexicana de valores, a menos que se haya establecido otro término, mismo que no podrá exceder al final de la sesión del último día de la semana.

D.- Cruzadas, o de cruce:

Son aquellas en las que un operador o agente, ejecuta operaciones de compra y venta sobre un mismo valor y al mismo precio.

- Prestar asesoría en materia de valores a las empresas para que obtengan financiamiento a través del mercado de valores, ya sea mediante la colocación de los llamados títulos o instrumentos de deuda, tales como: aceptaciones bancarias, papel comercial, pagarés de mediano plazo, etc.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores podrá suspender o cancelar el registro de una casa de bolsa cuando ésta incurra en violaciones a lo dispuesto por la ley del mercado de valores o en sus disposiciones complementarias.

Cada casa de bolsa define cuál es su estructura de administración; sin embargo se pueden encontrar como grandes áreas comunes, a partir de una dirección general, las de administración, promoción, operación y análisis.

Las casas de bolsa no podrán dar información de las operaciones que realicen o en que intervengan, salvo las que le soliciten los clientes o la autoridad judicial en virtud de alguna resolución dictada en juicio y que sea requerida a través de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

1.5 La Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A.B. de C.V. es una entidad financiera, que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con apego a la Ley del Mercado de Valores.

Derivado del seguimiento de las tendencias mundiales y de los cambios que se han dado en la legislación, la BMV concluyó con el proceso de desmutualización, convirtiéndose en una empresa cuyas acciones son susceptibles de negociarse en el mercado de valores bursátiles, llevando a cabo el 13 de junio de 2008 la Oferta Pública Inicial de sus acciones representativas de su capital social.²

² <http://www.bmv.com.mx>.

1.5.1 Clasificación de Mercados de la BMV

De acuerdo con las características de los instrumentos que son negociados en la Bolsa Mexicana de Valores, estos han sido agrupados en los siguientes mercados:

Mercado de capitales: en el que se colocan y negocian valores cuyo objeto es satisfacer las necesidades de capital de las empresas para la realización de proyectos de largo plazo.

Mercado de deuda: en el que se emiten y negocian valores cuyo objeto es satisfacer las necesidades financieras de corto, mediano y largo plazos y

Mercado de divisas: en el que se negocian dólares estadounidenses en las modalidades de liquidación mismo día, 24 horas y 48 horas.

Por lo que respecta a la fase en que se encuentre la negociación de los instrumentos operados en la bolsa, se establecen dos tipos de mercado:

El mercado primario: es aquél que se relaciona con la colocación, u oferta inicial de los títulos o valores entre el público inversionista, haciendo llegar recursos frescos a las emisoras.

El mercado secundario: es aquél en el que lleva a cabo la compra-venta, entre intermediarios e inversionistas en general, de los títulos y valores que fueron previamente colocados mediante una oferta pública en el llamado mercado primario.

1.6 Reglas de Operación

Todas las operaciones que se lleven a cabo con títulos o valores inscritos en la bolsa mexicana de valores, deben efectuarse tomando en cuenta ciertas reglas básicas, entre las cuales se encuentran las siguientes:

Lotes y pujas

La determinación de los llamados lotes y las pujas, permiten que se evite la excesiva fragmentación en las operaciones del mercado, de manera que se manejen volúmenes estandarizados de títulos.

Se denomina lote a la cantidad mínima de títulos que comúnmente se intercambian en una transacción. Así, por ejemplo, para el mercado de capitales o de acciones, un lote se integra por mil títulos.

Se denomina puja al importe mínimo en que puede variar el precio unitario de cada título y se expresa como una fracción del precio de mercado del título.

Picos

Se denomina pico a la cantidad de títulos menor a la establecida por un lote y cuya transacción debe efectuarse al último precio.

Ventas en corto

Consiste en la venta de títulos que no se tienen, mediante el recurso llamado de posición corta, en cuyo caso el vendedor debe obtener en préstamo los títulos que negoció de parte de un prestamista autorizado y bajo el compromiso de devolver títulos equivalentes, en igual cantidad, en la fecha preestablecida y con un premio como retribución por el préstamo.

El precio al que se cierra este tipo de operaciones, según las reglas relativas, será siempre una puja arriba del, o igual al hecho precedente o de la última transacción realizada.

1.7 Índices de Precios Accionarios

Los índices de precios accionarios, calculados y difundidos por la Bolsa Mexicana de Valores, representan el valor de un conjunto de títulos accionarios, en un momento específico y son los siguientes:

Índice de precios y cotizaciones (IPC)

Este índice es considerado como el principal indicador del comportamiento del mercado de acciones en su conjunto, ya que es un valor ponderado por valor de capitalización, esto es el precio de mercado por las acciones inscritas en la bolsa, que se calcula con base en una muestra balanceada y representativa de dichas acciones y que se relaciona con el del día anterior.

La muestra se revisa bimestralmente y se integra por emisoras de distintos sectores de la economía, tomando en cuenta su desempeño en los últimos seis meses, de las siguientes variables:

- Importe negociado
- Volumen de acciones negociadas
- Rotación (importe de capitalización)
- Número de operaciones efectuadas
- Total de días de negociación efectiva
- El valor de capitalización de las emisoras, constituye el ponderador en el cálculo del índice y, por lo tanto, también es considerado para la selección de la muestra de las que lo conformarán, de manera que el impacto que provoque una variación en el precio de la acción de una emisora con peso relativo pequeño en el valor de capitalización del índice, sea menor que el causado por el cambio en la cotización de una acción de una emisora, cuyo peso relativo sea más grande. En los últimos años se han considerado entre 35 y 50 títulos accionarios para el cálculo del IPC y, más recientemente han sido 36 de un total de 130³.

³<http://www.bmv.com.mx>.

1.8 Instrumentos del mercado de valores

Acciones

Son títulos de crédito nominativos que representan una de las partes iguales en las que se divide el capital social de una empresa, emitidos por sociedades mercantiles, cuyo destino es el financiamiento de proyectos de inversión de largo plazo, que no cuentan con un plazo de vigencia determinado no con una garantía específica y cuyos rendimientos son variables, ya que están en función de los dividendos que pague la emisora en efectivo o en títulos y por la ganancia de capital que se obtenga o no resultado de la diferencia entre el precio de compra y el de venta que se realice de estos títulos en el mercado de valores.

Aceptaciones bancarias

Son letras de cambio giradas por sociedades mercantiles, aceptadas por una institución de banca múltiple, con base en una autorización de línea de crédito previamente autorizada por dicha institución, cuyo destino es proporcionar recursos de corto plazo para capital de trabajo de la empresa que la gira, de manera que sus vencimientos pueden variar en múltiplos de siete, entre siete y ciento ochenta y dos días.

La garantía de este tipo de instrumento está conformada por la aceptación que del mismo hace el banco que la respalda, y su rendimiento se desprende no del pago de una tasa de interés, sino que dado que se colocan o venden a descuento, del diferencial entre el precio de compra y el del pago o amortización a su fecha de vencimiento y que es el correspondiente a su valor nominal.

Bonos bancarios

Son títulos de crédito emitidos por una institución de banca múltiple, con objeto de adquirir recursos a plazos de vencimiento que pueden ir desde uno hasta tres años, para el financiamiento de proyectos de inversión propios de su actividad, que se garantizan

con el patrimonio de la propia institución y cuyo rendimiento puede ser determinado con base en una tasa de referencia, base que puede ser la de los cetes, la TIIIE o la TIIP a veintiocho días, más un diferencial que se determina al momento de la emisión y que son pagaderos a veintiocho o noventa y un días, o bien, por la tasa de descuento a la que se coloquen en el mercado.

Bonos bancarios de desarrollo (BONDES)

Son títulos de crédito emitidos por un banco de desarrollo o sociedad nacional de crédito, colocados en el mercado a través del Banco de México con objeto de que el emisor obtenga recursos a mediano o largo plazo. Esto es, desde trescientos sesenta y cuatro hasta un mil noventa y dos días, para financiar proyectos de inversión propios de su actividad y cuya garantía es el respaldo absoluto del gobierno federal mexicano, pagando un rendimiento cada veintiocho o noventa y un días con base en una tasa de referencia más un margen determinado al momento de la colocación en el mercado.

Certificados de la tesorería de la federación (CETES)

Son títulos de crédito al portador, emitidos por el gobierno federal mexicano, en los que se consigna la obligación directa e incondicional que éste asume para pagar su valor nominal al vencimiento y que son colocados en el mercado por el Banco de México mediante el mecanismo de subasta semanal, cuando los plazos de vencimiento corresponden a veintiocho o noventa y un días, o quincenal cuando los plazos son a ciento ochenta y dos o trescientos sesenta y cuatro días. Subasta en la que participan los bancos comerciales y las casas de bolsa, quienes los adquieren por cuenta propia o de terceros, para después venderlos y comprarlos del público inversionista.

El destino de los recursos obtenidos con la colocación es financiar al gobierno federal mexicano, pero también tienen como objetivo el ser utilizados como una herramienta de regulación tanto del circulante monetario, como de las tasas de interés que se operan en el mercado de dinero y dado que se colocan a descuento su rendimiento se determina por el diferencial entre su precio de compra y el de su venta.

Obligaciones

Son títulos de crédito nominativos que representan un pasivo o deuda para las sociedades mercantiles que los emiten y, para los inversionistas, la participación en un crédito colectivo. Su destino es financiar proyectos de inversión de largo plazo, por lo que su vencimiento puede ir desde tres hasta diez años y cuyos rendimientos o tasa de interés se suelen pagar trimestralmente con referencia a una tasa base.

Atendiendo a las garantías ofrecidas, se pueden clasificar en:

- a) hipotecarias: cuando los bienes otorgados en garantía son de naturaleza inmobiliaria, o bien incluye todos los activos propiedad de la empresa. Esto es, se otorga en garantía la unidad industrial de la emisora.
- b) quirografarias: cuando es la solvencia moral y económica de la empresa emisora, respaldada por todos sus activos, la que garantiza el pago de las mismas.
- c) prendarias: cuando se otorga en garantía, la entrega de cosas muebles enajenables, sobre las cuales tenga dominio la empresa emisora, tales como productos terminados, cuentas por cobrar, títulos de crédito, bonos de prenda, etc.
- d) fiduciarias: cuando se aportan como garantía bienes muebles o inmuebles afectos al patrimonio de un fideicomiso de garantía, administrado por una institución fiduciaria y cuyos fideicomisarios serán los propios inversionistas de las obligaciones.

Por otra parte, también podemos señalar que este tipo de instrumentos pueden tener la característica de ser convertibles en acciones del emisor, en cuyo caso los tenedores reciben sus rendimientos en la forma como se haya estipulado a la emisión de los mismos, pero al momento de su amortización, serán canjeados por acciones comunes o preferentes de la emisora.

Pagarés de mediano plazo

Es un título de crédito colectivo, emitido por una sociedad mercantil, cuyo destino es el financiamiento de proyectos de mediano plazo, esto es, desde uno hasta tres años, con una garantía que puede ser quirografaria o fiduciaria y cuyos rendimientos son

pagaderos mensual o trimestralmente, con base en una tasa de interés de referencia, más un premio diferencial.

Pagaré financiero

Título de crédito emitido por empresas de factoraje financiero o de arrendamiento financiero, cuyo destino es obtener financiamiento que respalde su operación a mediano plazo, por lo que su plazo puede ser entre uno y tres años, que se garantizan ya sea en forma quirografaria o fiduciaria y que pagan un rendimiento basado en una tasa de referencia más un premio diferencial.

Papel comercial

Son pagarés negociables emitidos por sociedades mercantiles cuyo destino es financiar las necesidades de capital de trabajo de quien los emite, por lo que su plazo puede estar entre los siete y los trescientos sesenta días; que no cuentan con una garantía específica, por lo que es la solvencia económica y el prestigio de la empresa colocadora la que los respalda, aún cuando en algunas ocasiones son avalados por una institución bancaria y dado que se colocan entre el público inversionista a tasa de descuento, su rendimiento se determina por el diferencial entre el precio al que se adquieren y al que se venden.

Udibonos

Son bonos de desarrollo emitidos por el gobierno federal mexicano, colocados por el Banco de México, a plazos de entre dos y cinco años, denominados en unidades de inversión (UDIS), que cuentan con el respaldo del mismo gobierno federal y que pagan una tasa de interés fija cada ciento ochenta y dos días, también denominada en unidades de inversión.

Se denominan en UDIS, con objeto de que tanto su valor nominal como su rendimiento, no se vean deteriorados por el incremento en el índice nacional de precios al consumidor, por lo que a su vencimiento, el valor nominal correspondiente es calculado al tipo de cambio UDIS en moneda nacional que esté vigente y es pagado en una sola exhibición

1.9 Sociedades de Inversión

Las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y venta de Activos Objeto de Inversión con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista, así como la contratación de los servicios y la realización de las demás actividades previstas en la Ley de Sociedades de Inversión.

Los Activos Objeto de Inversión son los valores, títulos y demás documentos a los que resulte aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional de Valores o listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones, otros valores, los recursos en efectivo, bienes, derechos y créditos, documentados en contratos e instrumentos, incluyendo aquéllos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas, así como las demás cosas objeto de comercio que de conformidad con el régimen de inversión previsto en la Ley de Sociedades de Inversión y en las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión Nacional Bancaria y de Valores para cada tipo de sociedad de inversión, sean susceptibles de formar parte integrante de su patrimonio.

De acuerdo con la Ley de Sociedades de Inversión éstas pueden ser de cuatro tipos:

- Sociedades de inversión de renta variable;
- Sociedades de inversión en instrumentos de deuda;
- Sociedades de inversión de capitales, y
- Sociedades de inversión de objeto limitado.

Las sociedades de inversión de renta variable operan con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, título o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.

Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda operan exclusivamente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

Las sociedades de inversión de capitales operan preponderantemente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo.

Las sociedades de inversión de objeto limitado operan exclusivamente con los Activos Objeto de Inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista.

Servicios que deben contratar las sociedades de inversión

Para el cumplimiento de su objeto, las sociedades de inversión deberán contratar los servicios que a continuación se indican:

Administración de activos de sociedades de inversión.

Distribución de acciones de sociedades de inversión.

Valuación de acciones de sociedades de inversión.

Calificación de sociedades de inversión.

Proveeduría de Precios de Activos Objeto de Inversión.

Depósito y custodia de Activos Objeto de Inversión y de acciones de sociedades de inversión.

Contabilidad de sociedades de inversión.

Administrativos para sociedades de inversión, y

Los demás que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores autorice mediante disposiciones de carácter general.

Sociedades calificadoras de valores

Se trata de sociedades cuyo objeto es presentar una opinión respecto al grado de riesgo relativo a una emisión de deuda.

Asociaciones de Intermediarios Bursátiles

En México existe la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. A. C. (AMIB), organización que agrupa a todas las casas de bolsa que operan en el país y las representa ante las autoridades reguladoras del mercado de valores.

El propósito de la AMIB es promover el crecimiento, desarrollo y consolidación de las casas de bolsa, propiciar las condiciones que favorezcan su sano y eficaz desempeño en el sistema financiero nacional e internacional e inducir en sus agremiadas la adopción de estrictas medidas de autorregulación.

1.10 Autoridades

Las autoridades establecen la regulación que debe regir la sana operación del mercado de valores. Además supervisan y vigilan que dichas normas se cumplan imponiendo sanciones para aquéllos que las infrinjan.

La facultad para la intervención estatal en el sistema financiero mexicano y la importancia de este sistema dentro de los objetivos de desarrollo equilibrado y productivo, se encuentran plasmados en los artículos 25, 26 y 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

De dicho ordenamiento se desprende el resto del marco jurídico que norma las actividades del mercado de valores. Entre estos preceptos se encuentran: la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, y la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.⁴

Cabe mencionar que la regulación del mercado de valores no busca eliminar el riesgo de los valores que se intercambian en el mercado. Todas las alternativas de inversión existentes traen aparejados mayores o menores niveles de riesgo, de los cuales dependen los beneficios o rendimientos que esperan obtener los inversionistas.

⁴<http://www.cnbv.gob.mx>.

La legislación antes mencionada señala que son tres los organismos reguladores del mercado de valores:

Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Banco de México.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público

La SHCP se encarga de determinar los criterios generales normativos y de control aplicables a las instituciones que participan en el mercado de valores, así como de proponer políticas de orientación y regulación de las entidades financieras que concurren a dicho mercado.

Igualmente, está encargada de otorgar o revocar concesiones o autorizaciones para la constitución y operación de bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores y casas de bolsa.

Banco de México

En relación con la regulación del mercado de valores, al Banco de México le corresponde, entre otras atribuciones, dictar las disposiciones a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y los especialistas bursátiles relativas a su actuación como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son reportos y operaciones de préstamo sobre valores.

Además, está facultado para imponer multas a los intermediarios financieros por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio banco central emite.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores tiene por objeto supervisar (a través de las facultades de inspección, vigilancia, prevención y corrección que le confieren las leyes y disposiciones aplicables) y regular la mayoría de las actividades que se realizan en el mercado de valores a fin de procurar su correcto funcionamiento. Asimismo, tiene por objeto mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto.

Los esfuerzos regulatorios de la CNBV están encaminados a cumplir con tres objetivos principales:

Proteger los intereses del público inversionista;

Procurar que el mercado sea justo, eficiente, transparente y líquido; y,

Procurar la reducción del riesgo sistémico.⁵

1.11 Resumen Ejecutivo

Los mercados de valores son una parte importante del sistema financiero. La lógica indica entonces que los mercados de valores juegan un rol importante en promover el desarrollo.

Los mercados de valores ofrecen intermediación financiera para instrumentos de deuda (bonos por ejemplo) y acciones asegurando la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia.

La tendencia mundial refleja que países con distintos niveles de desarrollo están promoviendo sus mercados de valores con la esperanza que esos esfuerzos se verán reflejados en términos de crecimiento económico más rápido.

Los mercados de valores son un medio para hacer inversiones a largo plazo y reconciliar las necesidades de los inversionistas con las de las compañías que se cotizan públicamente. Estas necesidades, en apariencia contradictorias, se reflejan por ejemplo

⁵ Riesgo sistemático, es el riesgo ligado al mercado en un conjunto y que depende de factores distintos de los propios valores del mercado como la situación económica general o sectorial, nivel de ahorro, tipo de interés, tasa de inflación, etc..

en que las compañías necesitan grandes sumas de dinero para desarrollar sus proyectos, mientras que los inversionistas generalmente desean invertir sumas menores; las compañías necesitan capital a largo plazo, mientras que los inversionistas individuales desean la seguridad de una fácil salida y liquidez a su inversión y la contradicción más interesante consiste en que las compañías requieren el menor costo de capital mientras que los inversionistas aspiran a los más altos retornos.

El mercado de valores permite la suma de un gran número de inversionistas con pequeñas inversiones convirtiéndolas en las sumas requeridas por las compañías. Las acciones pueden ser negociadas en el mercado secundario permitiendo la fácil salida y liquidez y el tema de bajo costo versus el alto retorno se resuelve en el mercado donde la compañía ofrece el retorno que la hace atractiva para los inversionistas.

“Las políticas macroeconómicas de los Estados Unidos, a finales de los años sesenta, ayudaron a provocar el derrumbamiento del sistema Bretton Woods a comienzos de 1973. La política fiscal súper expansiva de los Estados Unidos contribuyó a la necesidad de devaluar el dólar, a principios de los setenta y los temores de que eso ocurriese desencadenaron unos flujos especulativos de capitales huyendo del dólar, lo que hinchó las ofertas monetarias de los países extranjeros. El mayor crecimiento monetario de los Estados Unidos alimentó la inflación interior y la extranjera, haciendo que los países fueran cada vez más reacios a continuar importando inflación estadounidense a través de los tipos de cambio fijos. Una serie de crisis internacionales que empezaron en la primavera de 1971 condujeron, por etapas, al abandono de los lazos del dólar con el oro y de los tipos de cambio fijos respecto del dólar por parte de los países industrializados”⁶.

⁶ Krugman, R. Paul y Obstfeld Maurice (1995), *Economía Internacional*, España, McGraw-Hill .

CAPÍTULO SEGUNDO

La Génesis del Mercado de Derivados

El Derrumbe del Sistema Bretton Woods

Para poder llegar a entender el funcionamiento del mercado de derivados es necesario presentar una serie de elementos históricos vinculados con el desarrollo del mercado de valores. De esta manera, quedará claro que en países europeos donde se consolidaban procesos de industrialización no fue casualidad la conformación de las primeras “bolsas de valores”, cuyo rol era sumamente importante para el crecimiento industrial de sus naciones en aquel momento, por ser el centro de fondeo necesario para las empresas. De la misma forma, surge el mercado de derivados con objeto de dar certidumbre a las turbulencias económicas de la época contemporánea y dar una nueva dinámica al sector industrial, siempre necesitado de recursos, y siempre en búsqueda de más y mejores opciones de financiamiento y cobertura.

El objeto del presente capítulo estriba en determinar cuáles fueron los sucesos históricos que dieron pie a la formación del mercado de derivados a nivel mundial, y explicar las causas del no desarrollo de estos instrumentos como mecanismos de cobertura y financiamiento para las empresas a lo largo de los años 1950 y 1960 pese a la existencia de algunos contratos de futuros en el Mercado de Valores de Chicago.

2. La Economía de 1950-1970

Las condiciones macroeconómicas bajo las cuales logró desarrollarse el mundo occidental a lo largo de poco menos de 30 años, fueron inigualables, un sólo país fue capaz de sostener la estabilidad, económica y política de los países de capitalismo desarrollado, la lucha contra el enemigo común, el comunismo, robusteció a los estados nación, dándoles cualidades, atribuciones y responsabilidades inimaginables, los llamados Estados de Bienestar, sentaron las bases del desarrollo humano, la educación, salud y vivienda, sin lugar a dudas las necesidades más básicas de todo hombre, se hallaban garantizadas bajo este esquema de participación estatal. Asimismo, el sector económico era fuertemente protegido mediante una serie de políticas arancelarias,

fiscales, y monetarias. No sería producto del destino que esta época llegase a ser conocida como la “Edad de Oro”⁷.

2.1 La Posguerra

Para finales de 1944, era evidente la derrota de las potencias del Eje (Berlín, Roma, Tokio), el mundo se enfrentaba a los graves estragos de la guerra; principalmente las naciones europeas, el único de los aliados que no había sufrido daños graves eran los Estados Unidos cuya participación económica resultó importante en la derrota de la Alemania Nazi. Por otro lado, la Unión de Republicas Socialistas Soviéticas fue la encargada de asestar los golpes más importantes en materia militar a los ejércitos de Hitler en el oeste de Europa. Así, los Estados Unidos y la Unión Soviética se erguían como las dos nuevas potencias a nivel global.

Ante esta situación era necesario comenzar el reordenamiento global. Los Estados Unidos entendían que su participación como potencia mundial era crucial para la reactivación de la economía, sobre todo por la considerable esfera de influencia alcanzada en el este de Europa por la Unión Soviética, y el creciente número de partidarios que ésta tenía en Europa continental entre los que se encontraban Francia y Grecia.

La intervención de los americanos fue rápida, el Plan Marshal⁸ llevó a Europa a una época de prosperidad económica y política inigualable, los aliados entendieron que el papel de la dividida Alemania era crucial para el crecimiento económico de toda Europa, que pese a ser la culpable de la guerra no fue víctima de las durísimas condiciones económicas a las que fue obligada al término de la primera guerra mundial;

⁷ La "edad de oro" del capitalismo está constituida por las tres décadas que transcurren, aproximadamente, desde 1945 hasta 1973; desde la derrota de las potencias fascistas y sus aliados hasta el final del ciclo largo de expansión económica de la posguerra. Hobsbawm, Eric (2006), *Historia del Siglo XX*, Barcelona, Crítica, pp. 260-289.

⁸ El Plan Marshall (denominado oficialmente *European Recovery Program* o ERP) fue el principal plan de los Estados Unidos para la reconstrucción de los países europeos después de la Segunda Guerra Mundial, que a la vez estaba destinado a contener un posible avance del comunismo. La iniciativa recibió el nombre del Secretario de Estado de los Estados Unidos, George Marshall, y fue diseñada principalmente por el Departamento de Estado, en especial por William L. Clayton y George F. Kennan.

sin lugar a duda el sufrimiento del pueblo alemán después de 1918 jugó un papel fundamental en la ascensión de Hitler al poder en 1933⁹.

2.2 El ocaso de la Hegemonía del Reino Unido

Para Keynes, estaba claro que Gran Bretaña saldría de la guerra en bancarrota económica y financiera. Por tanto, tendría que acudir a Estados Unidos, que se había convertido en la superpotencia dominante, para obtener ayuda económica como ya lo había hecho durante la guerra. Por su parte, Washington había dejado en claro que el precio de esa ayuda sería muy alto.

Cuando se negociaron los términos de la ayuda económica para la guerra Estados Unidos impuso condiciones extremadamente duras a Londres. En lugar de ofrecerle facilidades le exigió pagos adelantados previendo que en poco tiempo Gran Bretaña estaría arruinada. Si el gobierno británico alegaba dificultades, Washington insistía en que vendiera sus activos en el exterior en particular los de Estados Unidos y Argentina. El presidente Franklin D. Roosevelt llegó a insistir en que Gran Bretaña enviara a Washington el oro que tenía en Sudáfrica por valor de 42 millones de libras esterlinas. Pronto, Londres empezó a temer que el gobierno estadounidense quisiera adquirir una parte de las inversiones británicas en estaño y caucho en Malasia.

Mientras la situación financiera de Gran Bretaña se agravaba, apareció cierto alivio en el horizonte. En 1941, Estados Unidos le ofreció un programa de “Préstamo y Arriendo” por el cual le “prestaría” o “arrendaría” materiales de guerra, eliminando así la necesidad de que Londres los comprara con sus menguantes recursos. La contrapartida de este acuerdo eran ciertos beneficios no especificados que Gran Bretaña debería otorgar a Estados Unidos: pagos o reembolsos en especies o bienes raíces, “o cualquier

⁹ En palabras de Keynes, “Si lo que nos proponemos es que, por lo menos durante una generación Alemania no pueda adquirir siquiera una mediana prosperidad; si creemos que todos nuestros recientes aliados son ángeles puros y todos nuestros recientes enemigos, alemanes, austríacos, húngaros y los demás son hijos del demonio; si deseamos que, año tras año, Alemania sea empobrecida y sus hijos se mueran de hambre y enfermen, y que esté rodeada de enemigos, entonces rechazamos todas las proposiciones generosas, y particularmente las que puedan ayudar a Alemania a recuperar una parte de su antigua prosperidad material. (...). Si tal modo de estimar a las naciones y las relaciones de unas con otras fuera adoptado por las democracias de la Europa occidental, entonces, ¡que el Cielo nos salve a todos! Si nosotros aspiramos deliberadamente al empobrecimiento de la Europa central, la venganza, no dudo en predecirlo, no tardará.” Las consecuencias económicas de la paz”. 1919.

otro beneficio directo o indirecto que el presidente (de Estados Unidos) considere satisfactorio”.

La naturaleza exacta de la “contraprestación” de la ayuda se definiría en el artículo 7 del Acuerdo de Ayuda Mutua entre ambos países. Pese a esta aparente generosidad, las exigencias de Estados Unidos no cesaban. Cada día, representantes del Tesoro británico debían presentar a sus homólogos del Tesoro estadounidense sus libros de finanzas para que determinaran la real situación financiera de Gran Bretaña. Como si fuera un país del Tercer Mundo bajo tutela del FMI y el Banco Mundial, Gran Bretaña debía padecer la ignominia de que Estados Unidos verificara y supervisara su situación financiera.

Cuando llegó el momento de definir la “contraprestación” del artículo 7 quedó claro que lo que Estados Unidos pretendía era nada menos que el desmantelamiento del sistema de Preferencias Imperiales y del Área Esterlina¹⁰. Estados Unidos se había propuesto desangrar a Gran Bretaña hasta la última gota y convertirla en una fuerza mundial agotada después de la guerra.

Keynes era consciente de todo esto. Como figura clave en la conducción de las negociaciones financieras con Washington le disgustaban los intentos de Estados Unidos de usar el acuerdo de Préstamo y Arriendo como condicionante. Es en este contexto que se deben apreciar los esfuerzos de Keynes por diseñar un nuevo orden financiero internacional para la posguerra. Para que Gran Bretaña pudiera retener algún grado de poder o influencia después de la guerra, debía diseñar una arquitectura financiera internacional que protegiera sus intereses y su recuperación económica. De lo contrario, si Estados Unidos realizaba esa tarea el sistema resultante los favorecería e iría en detrimento de Gran Bretaña.

¹⁰ El sistema de Preferencias Imperiales, formalizado en la Conferencia de Ottawa en 1932, otorgaba prioridad a los dominios para que vendieran sus productos básicos a Gran Bretaña a cambio de preferencia para los fabricantes británicos en sus respectivos mercados. El Área Esterlina, creada en 1937, era un grupo de colonias y dominios británicos que ataron sus monedas a la libra esterlina y mantenían todas o gran parte de sus reservas en la moneda británica.

2.3 El Acuerdo de Bretton Woods

En julio de 1944 se reunieron los representantes de 44 países en la ciudad americana de Bretton Woods, New Hampshire, con el objetivo de establecer el nuevo sistema monetario internacional de posguerra. Aunque aparentemente era una conferencia de las Naciones Unidas, estuvo estrictamente controlada y dirigida por el gobierno de Washington. En esta reunión se sentaron las bases para el origen del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Esta cumbre llevaría al enfrentamiento de dos planteamientos, por un lado el británico representado por Keynes, y el segundo por su homólogo Harry Dexter White de Estados Unidos.

2.3.1 La Postura Británica: *International Clearing Union*.

El plan de Keynes para la posguerra pretendía la creación de un organismo supranacional denominado *International Clearing Union*, (Unión Internacional de Compensaciones), cuyo objetivo era corregir los desequilibrios de las balanzas de pagos de los países miembros a través de adelantos en cuenta corriente, hasta 75 por ciento del valor promedio de sus importaciones y exportaciones entre 1936 y 1939. Este plan tenía previsto la creación de una nueva moneda llamada “bancor” la cual se fijaría al oro, y lo mismo se haría con las monedas nacionales (dólar, franco, libra, etc.).

Se estaba generando un nuevo tipo de patrón monetario. La relación entre los bancos centrales de los países miembros y la Unión Internacional de Compensaciones sería la misma que la existente entre los bancos nacionales y sus respectivos bancos centrales. Entonces, todos los bancos centrales compensarían sus desequilibrios comerciales a través de sus cuentas en la Unión sin necesidad de saldarlas en oro. De tal suerte los países con superávit financiarían a los países deficitarios vía transferencia de sus excedentes.

Así, todos los países buscarían mantener una balanza comercial equilibrada, lo que finalmente sería beneficioso. Claro está que en aquellos momentos el mayor acreedor

del mundo eran los Estados Unidos que se rehusaban a compartir sus excedentes con los demás países deficitarios, y aprovechando la imperiosa necesidad de financiamiento de sus aliados ejercieron presión para rechazar la iniciativa de la Gran Bretaña elaborada por Keynes.

2.3.2 La Postura Americana: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

El plan de White¹¹ preveía la creación de dos instituciones: Fondo Internacional de Estabilización (posteriormente denominado Fondo Monetario Internacional) y Banco para la Reconstrucción de las Naciones Unidas y Asociadas (después denominado Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, y llamado popularmente Banco Mundial). Mientras el Banco proveería el capital para la reconstrucción de posguerra, el Fondo se ocuparía de los problemas de los países miembros que enfrentaban crisis de divisas y balanza de pagos.

A diferencia de la Unión Internacional de Compensaciones, semejante a un banco que ofrecería sobregiros a los países en dificultades, el Fondo propuesto por White exigiría a los miembros aportes en oro, monedas nacionales y títulos (valores generadores de intereses) de acuerdo con cuotas asignadas. El Fondo sólo prestaría divisas a miembros con problemas de balanza de pagos en proporción a sus contribuciones o cuotas. Además, el Fondo fijaría el valor de la moneda de cada miembro en función del oro o las unidades¹² y, dicho valor no podría alterarse sin la aprobación de cuatro quintos de los votos de los miembros. Estados Unidos promovió incansablemente la aceptación de estas propuestas y demostró escasa o ninguna disposición a considerar alternativas.

Cuando se evidenció que no estaban logrando ningún progreso, los británicos pidieron que antes de la publicación de ambos planes y de las consultas con otros países, Estados Unidos y Gran Bretaña realizaran sus propias consultas para resolver sus diferencias. Pero Washington rechazó este pedido y prosiguió con sus planes de discutir el proyecto de posguerra con todos los miembros de la conferencia propuesta.

¹¹ White era un alto funcionario del Tesoro de los Estados Unidos, en la administración Roosevelt, a quien se encargó que diseñara un plan de reforma del sistema monetario internacional, para ser puesto en práctica una vez terminada la Segunda Guerra Mundial.

¹² Unidad equivalente a 10 dólares estadounidenses.

Este desaire fue quizá el más claro indicador del futuro de la geopolítica mundial. Lo que Gran Bretaña proponía era una “pax anglosajona”, pero Estados Unidos estaba decidido a imponer la “pax americana”.

Al darse cuenta de que no podría vencer la intransigencia de Washington, Keynes abandonó su propio plan y dirigió sus esfuerzos a la obtención de ciertas modificaciones en el Plan White. Así, la historia del proceso preparatorio de Bretton Woods es la historia del rechazo de casi todas las iniciativas de Keynes para modificar de manera fundamental el plan estadounidense. Al final, lo que se adoptó en Bretton Woods fue en esencia el Plan White, con algunas modificaciones. Después de su adopción toda resistencia remanente al plan fue vencida porque su aceptación por Gran Bretaña era la condición para que recibiera el crédito de posguerra que necesitaba desesperadamente.

2.4 La Conferencia

Los Estados Unidos al momento de la cumbre tenían el resultado de la misma, White para neutralizar a Keynes lo designó presidente de una de las tres comisiones. Se trataba de la comisión dos: encargada del Banco (Banco Mundial), misma en la que Keynes pudo influir en el marco de la institución, pero no así en la comisión del Fondo Monetario Internacional donde White era el encargado.

Las dos organizaciones que se originaron en Bretton Woods fueron: El Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD o Banco Mundial) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), asimismo se sentaron las bases para la institucionalización del *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT) en 1948 en *Havanna Charta*. El objeto del GATT fue lograr una liberalización del comercio mundial a través de las paulatinas reducciones en los impuestos aduaneros y la disminución de los obstáculos no tarifarios del comercio.

El objetivo más importante de Bretton Woods fue el nuevo orden de la economía mundial y el apoyo al comercio mediante un régimen internacional monetario (Sistema Bretton Woods) con tipo de cambio estable y fuerte y con el dólar estadounidense como patrón. Los componentes más importantes de este sistema fueron:

- La convertibilidad del dólar estadounidense en oro con una paridad de 35 dólares por onza¹³.
- Obligación del resto de los bancos centrales al mantenimiento de las respectivas cotizaciones internas a través de intervenciones en el mercado de divisas, manteniendo los márgenes de fluctuación establecidos,
- Adjudicación de créditos del FMI por problemas transitorios de la balanza de pagos,
- Ajuste de las paridades por dificultades permanentes en la balanza de pagos.

2.5 La Edad de Oro

En la "edad de oro" se desarrollan los sistemas de protección social en los países capitalistas avanzados, acaba el colonialismo, se produce el largo equilibrio entre superpotencias que caracterizó la "guerra fría", se acelera el avance tecnológico, lo más importante es que, asociado al nuevo ciclo demográfico y de acumulación tiene lugar una trascendental transformación en las condiciones de vida de una gran parte de los habitantes del planeta. Por vez primera en la historia, la mayor parte de los seres humanos dejan de vivir de la agricultura y la ganadería, y se desarrolla impetuosamente la urbanización del mundo.

La recuperación económica europea producto del Plan Marshall consiguió en forma tremendamente exitosa los objetivos económicos y políticos para los cuales fue diseñado. Por un lado consiguió la reconstrucción y reconversión de la planta industrial de la Europa Occidental, así como favorecer el ensanchamiento del mercado de las mercancías americanas, y desde el punto de vista político logró frenar el avance de la Unión Soviética, ya que los países que accedían a los beneficios del programa Marshall tenían el compromiso de adherirse al bando americano (OTAN).

De igual manera, el Plan Marshall bloqueaba las exigencias económicas planteadas por los partidos comunistas de Europa occidental dado que el Estado Nación fungiría como

¹³ Después de la segunda Guerra Mundial los Estados Unidos, eran dueños de casi tres cuartas partes de las reservas de oro en el mundo. El sistema de Bretton Woods establecía al mundo como un área totalmente dolarizada.

garante de la seguridad social; el bienestar económico, y la igualdad de oportunidades entre las diversas clases sociales.

Todo este periodo estuvo caracterizado por el pleno empleo y baja inflación de forma simultánea. Las empresas comenzaron un profundo cambio que las llevó de ser entes nacionales con una fuerte actividad internacional a entes de carácter fuertemente multinacional. La estabilidad financiera de la época permitía en buena medida este crecimiento y las bajas tasas de interés permitían a los inversionistas hacerse de recursos para canalizarlos al proceso productivo.

La incesante industria armamentista, sin lugar a duda fue uno de los motores que dio pie al crecimiento de la época. Las recién reconstruidas empresas europeas comenzaron a ocupar su posición central dentro del plano de la economía capitalista, por lo que aún cuando era claro que pese al abrumador dominio de los Estados Unidos¹⁴, éstas comenzarían a acelerar el flujo de mercancías hacia los Estados Unidos y al resto del mundo. Para finales de los años 1960 los eurodólares¹⁵ producto de las crecientes exportaciones de Europa para el mundo ponían una prueba tremendamente fortísima a las reservas de metálico de Fort Knox¹⁶, dada la creciente tendencia de los europeos de hacer valer la convertibilidad de sus dólares por lingotes de oro macizo.

¹⁴ En 1950 los Estados Unidos poseían por sí solos alrededor del 60% de las existencias de capital de todos los países capitalistas avanzados, generaban alrededor del 60% de toda la producción de los mismos e incluso en el momento culminante de la Edad de Oro (1970) seguían manteniendo más del 50% de las existencias de capital de todos esos países y casi la mitad de su producto total Armstrong, Glyn y Harrison, 1991, p 151. Referencia incompleta

¹⁵ Dólares estadounidenses en depósito en bancos fuera de Estados Unidos, por lo regular en Europa. Los bancos usan los depósitos en eurodólares para hacer préstamos en dólares a prestatarios importantes. Todos los préstamos son quirografarios, es decir, sin garantía. El mercado es libre de restricciones gubernamentales, y es internacional en cobertura. Muchas firmas estadounidenses convienen líneas de crédito y créditos rotatorios con los bancos que manejan eurodólares. En este tipo de interés de los préstamos, las tasas están basadas sobre la tasa de los depósitos en eurodólares y tienen apenas una relación indirecta con la tasa básica.

<http://www.cnbv.gob.mx>

¹⁶ Una gran cantidad de las reservas de oro los Estados Unidos se guarda en la bóveda de la depositaria de lingotes de Fort Knox, una de las instituciones bajo la supervisión del Director de la Casa de la Moneda de Estados Unidos. El resto de las reservas de oro se almacenan en la Casa de la Moneda de Filadelfia, la Casa de la Moneda de Denver, la depositaria de lingotes de West Point y la Oficina de Determinación de San Francisco, también las instalaciones de la Casa de la Moneda de Estados Unidos.

El Tercer Mundo utilizó el auge de esta época de crecimiento económico para incrementar su nivel de exportaciones de materias primas. En el caso de América Latina los excedentes obtenidos por las exportaciones se transfirieron al incipiente sector productivo, con el fin de generar en una segunda fase exportaciones con un mayor valor agregado y fomentar el reducido mercado interno.

En Asia, Japón en menos de 20 años recuperó su papel como primer potencia, y se consolidó como la segunda economía a nivel mundial. Es preciso mencionar que este milagro fue en gran medida producto del apoyo de los Estados Unidos quienes aprovecharon la ventajosa localización de las islas niponas para utilizarlas como base en las guerras de Corea y Vietnam, así como garantía de un fuerte bastión capitalista en el extremo oriente capaz de hacer frente a la creciente amenaza de la China comunista. Si bien Japón es una nación carente de casi todas las materias primas necesarias para llevar a cabo un proceso de industrialización, conjuga otra serie de elementos para su desarrollo y crecimiento, el más importante de ellos es la innovación tecnológica, y su implementación práctica en el sistema productivo.

El petróleo, sin lugar a dudas, la materia prima más importante para el desarrollo del capitalismo estaba garantizado en precio¹⁷ y cantidad por los Estados Unidos (los cuales consumían el 33% de la energía de todo el mundo), pese a las demandas de la recién formada OPEC¹⁸.

La certidumbre en cuanto a precios, tasas de interés, y materias primas, fueron los factores que sentaron las bases para el crecimiento empresarial de la época. Poco a poco los mercados de valores del mundo comenzaron a incrementar en forma considerable su nivel de transacciones, y el arbitraje permitió por un lado la obtención de recursos por el diferencial de precios de los títulos y bienes y, por el otro ajustaba los precios de los mismos.

¹⁷ La cotización del crudo rondaba los 2 dólares por barril. <http://www.opec.org>

¹⁸ *Organization of the Petroleum Exporting Countries*, en español Organización de Países Exportadores de Petróleo, La OPEC intenta formular los programas que aseguren la estabilidad de los precios del petróleo crudo en los mercados internacionales, de forma tal que se eliminen fluctuaciones indeseables o peligrosas, tomando en cuenta los intereses de las naciones productoras en asegurar para cada una de ellas un beneficio estable, justo y adecuado, para los países consumidores un abastecimiento eficiente, económico y seguro, y para los inversionistas en la industria petrolera una ganancia equitativa. <http://www.opec.org>

Pero este periodo de auge sin precedente en los países de capitalismo desarrollado había de llegar a su fin, el precio de la hegemonía global de los Estados Unidos resultaba tremendamente costoso, la convertibilidad comenzaba a mermarse, el costo de mantener tasas de interés fijas resultaba sumamente complicado, el sistema productivo había rebasado una vez más los límites del sistema financiero. El periodo de auge del sistema económico y financiero llegaba a su fin; la onda¹⁹ comenzaba su fase descendente, los entes financieros y económicos debían idear nuevos mecanismos para mantener los beneficios alcanzados a lo largo de veinte años, no cabía la menor duda de que la certidumbre económica de los años dorados del capitalismo difícilmente habría de repetirse.

2.6 La Quiebra. *Sistema Bretton Woods*

El sistema de Bretton Woods representaba una armonía de intereses entre todas las naciones y la posibilidad de incrementar el nivel de producción mediante la liberalización de los flujos de comercio y pagos y la pronta convertibilidad de las monedas con independencia en política económica.

El sistema concebido de esta forma presentaba una debilidad estructural, la cual tenía que ver con la incapacidad del sistema para dar solución conjunta a los problemas de

¹⁹ Nikolái Dmítrievich Kondrátiev, famoso economista ruso cuyo principal aporte a la economía fue la teoría del ciclo económico largo, cuya duración fluctúa entre 48 y 60 años. El objetivo de Kondrátiev era comprobar que la dinámica económica produce fluctuaciones largas de manera que se pasa de la prosperidad a la depresión casi sincronizadamente. Es decir, el sistema posee mecanismos internos que a largo plazo determinan estas fluctuaciones. La onda de auge está asociada al reemplazo e incremento de los bienes de capital básicos así como al cambio en las fuerzas productivas de la sociedad.

Aún transcurrirá un tiempo antes de que la cima del auge sea sobrepasada, ya que estamos en una época de alta intensidad de acumulación e inversiones a largo plazo. Pero llegará el momento en que esa tasa de inversión en grandes proyectos declinará, caerá la actividad y los precios. Entramos en la Onda Depresiva.

Según Kondrátiev, la industria se adapta más rápidamente a las condiciones que siguen al inicio de la depresión. Está sujeta a mayores *shocks* como resultado de los conflictos militares y sociales que han tenido lugar al final de la onda expansiva. La agricultura se ve menos afectada por estos conflictos y reacciona a los cambios más lentamente.

Así pues, en las primeras etapas de la recesión caen los precios agrícolas y cae su poder de compra. Aumenta la acumulación en manos de bancos, industrias y comercio. Si continúa la tendencia el capital volverá a ser barato. Esta tendencia se verá reforzada por el aumento del oro ya que su producción se volverá más rentable con la bajada del nivel de precios. Asistiremos al comienzo de una nueva Onda Larga Expansiva.

liquidez y confianza. Situación claramente expuesta por Robert Triffin²⁰, el cual anticipaba que una vez que los pasivos norteamericanos se hubiesen acrecentado demasiado, provocaría que los bancos de los demás países (principalmente europeos, en especial los franceses) empezaran a convertir sus dólares en oro al precio fijo de 35 dólares la onza, lo que provocaría una disminución en las reservas del metal, minando los fundamentos del propio sistema.

El modelo requería la estabilidad de su moneda clave. La obligación de sostener los cambios implicaba, para los diferentes bancos centrales, la perentoriedad de mantener un nivel suficiente de reservas. La dificultad a la cual se enfrentaba el sistema radicaba en si los países se resistirían o no a practicar las políticas necesarias para mantener la cotización de una moneda.

El Sistema Bretton Woods comenzó a presentar una serie de turbulencias; la primera de ellas tuvo lugar en 1960, en forma de compras especulativas de oro con marcos alemanes adquiridos con dólares, en aquellos años la libra esterlina fue víctima de una serie de crisis sucesivas provocadas por la sobrevaluación decidida por el Gobierno de Gran Bretaña; pero fue hasta 1967, que se desencadenó una tormenta especulativa contra el dólar, seguida de compras masivas de oro.

En marzo de 1968 Estados Unidos decidió acabar con la pérdida incesante de oro. El remedio que se aplicó consistió en el compromiso de todos los bancos centrales a no comprar ni vender oro en los mercados libres. Esto es, las reservas de oro de los bancos centrales y todo el demás oro del mundo funcionarían en compartimentos estancos, jamás se mezclarían. Así, confiaban, la Reserva Federal dejaría de perder oro y el precio mundial de la onza de oro volvería a niveles muy por debajo de los 35 dólares, no

²⁰ En 1968, Robert Triffin denunció una imperfección del modelo monetario internacional de Bretton-Woods, que se conoce con el nombre de Dilema de Triffin. Una economía (en su caso la estadounidense) no puede crear liquidez internacional sino es mediante el endeudamiento con otros países, es decir, creando y manteniendo un déficit en la balanza de pagos comprando bienes, servicios e inversiones en el extranjero y con gasto militar para asegurar las posesiones en el extranjero y mantener la influencia sobre los territorios ocupados. Pero estos déficits minaban la credibilidad del patrón dólar/oro y la confianza en la sostenibilidad del sistema. Robert, Triffin (1968), *El Sistema Monetario Internacional*, Buenos Aires, Amorrortu, 221p.

obstante la Reserva Federal seguía inflando el dólar por lo que su valor en los mercados iba cayendo mientras el oro se apreciaba.

En 1968 y 1969, las principales tensiones se dirigen hacia el franco y el marco, para principios de los años 1970 va a producirse una venta masiva de dólares contra monedas europeas, lo que llevó a dejar flotar el marco, el sistema estaba agonizando.

A principios de 1973, una onza de oro se cambiaba en los mercados internacionales por 125 dólares. Los bancos centrales europeos amenazaron con vender gran parte de los inútiles dólares que tenían en sus reservas a cambio de oro, contraviniendo el acuerdo. Así, el 15 de agosto de 1971, por orden del presidente Richard Nixon, el dólar dejó de ser convertible en lingotes de oro incluso para gobiernos y bancos centrales extranjeros, fue el golpe de gracia al patrón dólar-oro. También se impuso un arancel adicional del 10% sobre las mercancías importadas y se redujo la ayuda exterior de los Estados Unidos en un 10%. Bajo estas condiciones el dólar fue devaluado en un 8% en relación al oro en diciembre de 1971 y se volvió a devaluar en 1973. En 1973 el grupo de los diez decide la flotación generalizada de las monedas. De esta manera, los Estados Unidos se reservaron el derecho a acuñar moneda.

La devaluación del dólar dio lugar a una creciente incertidumbre económica y política en todo el mundo. A principios de los años 1970 la caída del dólar trajo consigo también una baja del precio del petróleo, hecho que mejoró la situación de las industrias norteamericanas respecto a sus competidoras de Europa y Japón. Pero la desvalorización del dólar provocó también la inquietud de los productores de materias primas del Tercer Mundo que veían caer su riqueza y crecer sus activos en una divisa depreciada. Esta situación inauguró una nueva etapa de lucha por el control de los recursos naturales y por un reparto más favorable del valor de estos recursos entre los países ricos y los países exportadores.

2.7 Crisis Energética de los Años 1970

La crisis del petróleo hizo eclosión el 17 octubre de 1973, los países árabes integrantes de la OPEP apoyados por Egipto y Siria anunciaron que no exportarían petróleo a las naciones aliadas de Israel, esto con el fin de asestar un duro golpe a los ejércitos israelíes y tratar de inclinar la balanza de la guerra del *Yom Kipur* a favor de las naciones árabes.

Claro está que al reducir la oferta de la *commodity* el precio habría de aumentar, lo cual sumado a la gran dependencia que tenía el mundo industrializado del petróleo de la OPEP provocó un fuerte efecto inflacionista y una reducción de la actividad económica de los países afectados.

Con el inicio del embargo, las importaciones petrolíferas de los Estados Unidos procedentes de los países árabes se redujeron desde los 1,2 millones de barriles (190,000 m³) diarios hasta los 19000 barriles (3,000 m³)²¹. El consumo diario disminuyó en un 6.1% entre septiembre y febrero, y un 7% durante el verano de 1974 cuando Estados Unidos sufrió el primer período de escasez de combustible desde la Segunda Guerra Mundial.

Debido a la interdependencia mundial a nivel social y económico, los países industrializados importadores de petróleo no comunistas asistieron a una repentina inflación y una recesión económica. En los países industrializados, especialmente en Estados Unidos, la crisis provocó que las condiciones de vida se volvieran muy adversas para los desempleados, los grupos sociales marginados, algunos trabajadores de mayor edad, y cada vez más, para los trabajadores más jóvenes. Las escuelas y oficinas en los Estados Unidos tuvieron que cerrar a menudo para ahorrar el combustible de la calefacción, y las fábricas tuvieron que reducir la producción y despedir trabajadores. En Francia la crisis del petróleo puso fin al período conocido como *Trente Glorieuses*, últimos 30 años de alto crecimiento económico, y comenzaron los años de desempleo permanente.

A pesar de ser también un objetivo del embargo, Japón, país con alta densidad de población y alto nivel de tránsito de pasajeros, libró bien las secuelas de la crisis energética mundial de los años 1970 en comparación con otros países desarrollados e importadores de petróleo. Los fabricantes de automóviles japoneses lideraron la revolución en este sector. Los grandes automóviles de los años 1950 y 1960 se sustituyeron por vehículos mucho más compactos y eficientes desde un punto de vista energético.

²¹ ONU, *Anuario Estadístico* <http://unstats.un.org/unsd/statcom/commission.htm>

Unos meses más tarde amainó la crisis. El embargo se levantó en marzo de 1974 después de las negociaciones de la Cumbre Petrolífera de Washington, pero los efectos de la crisis energética se notaron durante toda la década de los años 1970. El precio de la energía continuó aumentando el año siguiente, en consonancia con el debilitamiento del dólar en los mercados mundiales.

La creciente inflación producto del embargo petrolero de la OPEP, presionaba a las empresas a encontrar canales que le permitieran por lo menos asegurar su abastecimiento de materias primas, dado que eran incapaces de obtener recursos lo suficientemente baratos como para enfrentar la volatilidad del mercado, incumplimiento, liquidez, crédito, etc., las condiciones económicas eran totalmente adversas, el riesgo debía cubrirse de una forma u otra.

2.8 Cambios Estructurales en el Sistema Financiero: “El Mercado de Coberturas”

Los bancos eran los encargados del manejo de los inmensos flujos de dólares generados por las empresas multinacionales a lo largo de los sesentas, fomentando de esta manera el crédito con el fin de colocar estos recursos que circulaban con extraordinaria abundancia, a través de préstamos, los cuáles eran fáciles y baratos, además de no establecer barrera alguna, dando como consecuencia una expansión estable y sostenida del financiamiento a las empresas.

No obstante en aquellos años, la utilización de los medios de pago no era cómoda ni barata, por que las comunicaciones eran lentas y costosas, pero al momento en que se introdujeron las nuevas tecnologías de la información resultó sumamente sencillo adquirir cualquier clase de activos financieros en casi cualquier parte del mundo, de tal suerte la compra-venta de los mismos se vio tremendamente agilizada, así que las operaciones de especulación que si bien siempre se han realizado, pero de un modo mucho más pausado y limitado ahora pudieron llevarse a cabo de un modo vertiginoso. El empleo de la tecnología de la información en el mercado de valores hizo posible que con muy pocos medios se pudiesen realizar infinidad de transacciones de compra venta, por lo que cada transacción generaba una rentabilidad mucho más elevada que la que podía proporcionar poner en marcha un negocio vinculado a la producción

Lo que ocurrió entonces fue que los flujos de capital hasta entonces “excedentes” fueron añadiéndose a los mercados mundiales de dinero y activos financieros, atraídos por la rápida rentabilidad de los mismos, originándose un crecimiento inigualable de los mismos, dedicándose entonces a operaciones meramente especulativas, de esta forma desvinculándose cada vez más de la creación de proyectos productivos.

El vínculo entre empresarios y bancos estaba roto el crecimiento económico de la época de oro fue producto de la estrecha relación entre el capital industrial y el financiero.

La libre flotación²² del tipo de cambio y la pérdida de certidumbre en cuanto a tasa de interés, minó la confianza de los inversionistas en el sistema financiero, el riesgo de adquirir un crédito para destinarlo a actividades productivas era sumamente alto, las facilidades para ofrecer créditos blandos por parte del sistema financiero desaparecieron en lo absoluto, las instituciones de crédito debían cubrir el posible incumplimiento del acreditado a través de incrementos en la tasa, el costo de fondeo a través de las estructuras tradicionales era tan alto para los inversionistas que estos se vieron obligados a reducir sus operaciones y en el mejor de los casos encontraron mecanismos que les permitieron cubrir las mismas de las diversas eventualidades provocadas por el reordenamiento económico-financiero (el cual parece continuar hasta la fecha).

Con la devaluación del dólar respecto al oro, el yen y el marco se revaluaron; de igual forma casi todas las divisas importantes se encontraban en flotación, este sistema operó de manera desordenada en todos los mercados cambiarios del mundo revocando severos problemas en los cálculos financieros de las empresas, principalmente en aquellas que estaban vinculadas al sector exportador o importador. Fue hasta finales de los años 1970's y principios de los años 1980's que el sistema de flotación se consolidó con sistema europeo de tipos de cambio (ERM: European Rates Mechanism), mismo que sentó las bases para la formación de “the crawling peg” o Sistema Monetario Europeo²³,

²² El término de flotación se ha utilizado para denotar la situación de mercado cambiario donde el valor de todas las monedas o tipos de cambio se determina en forma totalmente libre por el comportamiento de los agentes compradores y vendedores de monedas en el mercado, sin ninguna intervención de los gobiernos y sus autoridades monetarias.

²³ El Sistema Monetario Europeo, nació a raíz de una Resolución del Consejo Europeo de 5 de diciembre de 1978. Empezó a funcionar el 13 de marzo de 1979 de conformidad con un acuerdo celebrado el mismo día entre los bancos centrales de los países que formaban parte de la Comunidad. Tenía 3 objetivos fundamentales: estabilizar los tipos de cambio para corregir la inestabilidad existente, reducir la inflación y preparar mediante la cooperación la unificación monetaria europea.

este sistema se situaba en un punto intermedio entre el sistema de tipos de cambio fijo (Bretton Woods) y el sistema de tipos de cambio totalmente flotantes.

Los productos financieros que hasta la fecha se comercializaban eran en su gran mayoría acciones, obligaciones y títulos gubernamentales, sin lugar a dudas las condiciones económicas imperantes en aquel momento hicieron que esta clase de instrumentos tradicionales de volvieran poco atractivos esencialmente por dos razones; la primera de ellas estriba en las fluctuaciones de la tasa de interés y la segunda de ellas tiene que ver con el escaso crecimiento de las empresas en aquellos años, lo cual se reflejaba en el precio de sus activos y los dividendos que las mismas otorgan al final del ejercicio; es decir, un inversionista no se sentiría atraído a invertir en un título de deuda con una tasa de descuento, si al final del plazo esta tasa ya no era significativa en el mercado, por otro lado ningún inversionista compraría barato para seguir perdiendo; asimismo las empresas se enfrentaban a fortísimas complicaciones para abastecerse de insumos básicos para poder continuar con sus actividades productivas, no por la falta de estos, sino por las fluctuaciones en los precios de los mismos.

Ante los constantes cambios en la economía global los Estados Unidos al igual que los países europeos, tuvieron que realizar una reestructuración financiera misma que comenzó a inicios de los años 1980's.

Los elementos básicos de este Sistema son tres: El ECU: se trataba de una moneda compuesta (o cesta de monedas) formada por porcentajes determinados de cada una de las monedas participante establecidos en función de la aportación del país respectivo al PNB de la Comunidad y a los intercambios comunitarios.

El valor de la cesta se calculaba multiplicando el peso atribuido a cada moneda por su tipo de cambio con respecto al ecu. Es una moneda que se utilizaba concretamente para especificar el presupuesto comunitario, no siendo moneda de curso legal. Servía de medio de pago y reserva de los bancos centrales.

Un mecanismo de tipos de cambio e intervención (MTC): es el núcleo básico del SME. El MTC establecía para cada una de las monedas un tipo central de cambio del ecu (pivote central), y unos tipos de cambio centrales o paridades fijas de cada moneda respecto a las restantes (pivotes laterales).

Alrededor de la parrilla de paridades, formada por todos los tipos de cambio bilaterales, debían estabilizarse los distintos tipos de cambio de las monedas participantes, estando los bancos centrales comprometidos a intervenir para intentar mantener a sus monedas siempre dentro del margen de fluctuación establecido. [http:// www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

Este proceso se desarrolló junto con dos fenómenos clave para la evolución de la economía: el primero fue el gran crecimiento del endeudamiento de los agentes económicos y el segundo fue el deterioro de la posición internacional del mismo²⁴.

Con el objetivo de enfrentar la crisis financiera se pusieron en marcha tres leyes: Ley de Desregulación de Instituciones de Depósito (1980) y de Control Monetario, Ley de Facilidades Bancarias Internacionales (1981), y la Ley de Gran-Sainte Germain de Instituciones de Depósito (1982) con el fin de resolver las dificultades del sistema bancario y, por otro, adecuarse a la nueva dinámica financiera de la época.

Asimismo, se buscó robustecer el mercado de valores a través del empleo a gran escala del mercado de coberturas, que si bien había existido desde ya hace algún tiempo y sólo de forma local en los Estados Unidos con el *Chicago Mercantile Exchange* que agrupaba a una serie de productores locales de bienes agropecuarios, cuya principal finalidad era asegurar los precios de venta ante cambios abruptos en el precio, cobraría una connotación de mucho más relevancia a partir de su formalización en los años 1970's. La lógica de funcionamiento de estos instrumentos financieros es la de aminorar el riesgo al que se enfrentan las entes productivas, así como proveer de recursos a las mismas, de esta manera se solucionaban los problemas de liquidez del sistema financiero, en específico del mercado de valores el cual al encontrarse en una fase recesiva debido a los severos estragos que habían sufrido las empresas producto de la crisis económica resultaba poco atractivo para los inversionistas, en su forma tradicional, las mejoradas y formalizadas operaciones de cobertura tanto de materias primas y divisas de Chicago resultaban sumamente atractivas para los inversionistas y especuladores.

El incremento en el mercado de coberturas, “futuros” marcó la pauta para la apertura de otros mercados de este tipo en diferentes partes de los Estados Unidos, tal como fue en Kansas, Nueva York, Nueva Orleáns, etc..

²⁴ Palma Delgado, Liliana 820069, “El Sistema Bancario Estadounidense y su Evolución 1980-2005” (Universidad Autónoma Metropolitana, México).

Era de esperarse que esta clase de transacciones habría de adquirir una connotación a nivel global, por tanto en 1972 se abrió el intercambio de “futuros” en el mundo, el organismo donde se negociaban estos productos era el Mercado Monetario Internacional (IMM, por su abreviatura en inglés) los principales contratos tenían que ver con divisas.

La formalización del mercado de coberturas, impactó en la forma en que se llevaban a cabo estas transacciones, buscando se realizaran de la forma más justa posible, los principales elementos que destacan en la forma en que se llevan a cabo dichas transacciones fueron las siguientes²⁵:

- Los bienes que se negocien en estos contratos deben de ser perfectamente bien diferenciados.
- Desde un principio deben acordarse tanto cantidades, calidades y lugares de entrega.
- El pago del producto debe efectuarse al momento de la entrega del mismo.
- Tanto compradores como vendedores deben comprometerse a hacer frente a sus responsabilidades adquiridas, manteniendo los saldos mínimos necesarios en las cuentas de margen de la cámara de compensación.

Otra clase de instrumento que cobro fuerza en los años 1970's, fueron las opciones financieras, las cuales a partir de los años 1930's se habían reglamentado, obligando a sus contrapartes a hacer válida la liquidación de estos contratos, así como vigilar que ninguna de las partes se viese beneficiada utilizando información privilegiada. El *Chicago Board Options Exchange* fue el primer mercado formal de opciones en los Estados Unidos, se puso en marcha en 1972.

La naturaleza de estos productos radica en la inestabilidad del sistema económico-financiero a nivel global, sin esta volatilidad esta clase de instrumentos no hubiesen tenido el auge que a la fecha poseen; sin embargo, es imprescindible señalar que el origen de estos productos estriba en apoyar al sector industrial previéndolo de las condiciones adecuadas para su libre desarrollo, permitiéndole reducir de forma

²⁵ Hull John (1997), *Options Futures and Other Derivatives*, España, Prentice Hall, p. 572

significativa los costos de transacciones y costos de reasignación de activos, así como favorecer las operaciones de arbitraje entre mercados.

Los principales riesgos²⁶ que pretenden cubrir los instrumentos de cobertura son:

Riesgo de mercado. Las posibles pérdidas que pueden producirse en activos financieros que forman parte de carteras de negociación y de inversión, y que están originadas por movimientos adversos de los precios de mercado, casos particulares de los riesgos de mercado son los riesgos de interés y de cambio.

Riesgo de Liquidez. Es la posibilidad de sufrir pérdidas originadas por la dificultad, total o parcial, de realización de ventas o compras de activos sin sufrir una modificación sensible de los precios. También se refiere a las pérdidas originadas por encontrar dificultades en la financiación necesaria para mantener el volumen de inversión deseado, por ausencia de ofertas o elevación de los tipos de interés.

Riesgo de Interés. Es la pérdida que puede producirse por un movimiento adverso de los tipos de interés, y se materializa en pérdidas de valor de mercado de activos financieros sensibles al tipo de interés, como los títulos de renta fija (pública y privada). Existe riesgo de interés cuando las masas patrimoniales de activo y pasivo de un banco renuevan sus tipos de interés en fechas diferentes. El origen básico del riesgo de interés del balance de un banco está en la diferente estructura de plazos de los activos y pasivos.

Riesgo País. Puede definirse como el riesgo de materialización de una pérdida que sufre una empresa, o un inversor, que efectúa parte de sus actividades en un país extranjero. Este riesgo es el resultado del contexto económico (inflación galopante, sobreendeudamiento externo, crisis financieras y bancarias) y político del estado extranjero, y la pérdida puede ser debida a una inmovilización de los activos (confiscación de bienes, bloqueo de fondos, moratoria o repudio de deudas), o a la pérdida de un mercado, debido a las razones anteriores.

²⁶ El término riesgo se utiliza en general para situaciones que involucran incertidumbre, en el sentido de que el rango de posibles resultados para una determinada acción es en cierta medida significativo.

Riesgo Soberano. Se define como el de los agentes acreedores, tanto de los estados como de las empresas garantizadas por ellos, originado por la falta de eficacia de las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía.

Riesgo de Transferencia. Es el de los acreedores extranjeros de los residentes de un país que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas por carecer de la divisa o divisas en que están denominadas.

Riesgos Operativos. Las transacciones financieras deben ser registradas, almacenadas y contabilizadas en un soporte documental preciso, con normas y procedimientos de administración y control. Cualquier discrepancia entre lo que “debe ser” y lo que “realmente es”, produce la materialización de un riesgo operativo. El riesgo operativo también incluye fraudes, en los que no solo existe la posibilidad de un error humano, sino también la intencionalidad. El riesgo tecnológico es una modalidad de riesgo operativo.

Riesgo Legal. Este tipo de riesgo se presenta por la posibilidad de que existan errores en la formulación de los contratos. Se puede considerar una modalidad de riesgo operativo. Pero también se presenta por una interpretación de los contratos diferente a la esperada, e incluye los posibles incumplimientos de regulaciones legales y el riesgo legal originado por conflictos de intereses.

No cabe duda de que esta clase de productos dieron auge y profundidad al mercado de valores, era de esperarse que esta clase de productos llegase a cobrar un carácter internacional, sin lugar a dudas su participación fue benéfica para el desarrollo económico de la época. No obstante abrían la puerta a operaciones de especulación a gran escala, desvirtuando de esta manera el objetivo inicial de esta clase de productos financieros que a lo largo de la década de los setentas y ochentas fueron conocidos como de cobertura.

2.9 Resumen Ejecutivo

El sistema Bretton Woods, significaba la hegemonía del dólar a nivel mundial, a cambio de esta hegemonía, si bien obtenida a costa de la débil Inglaterra, los Estados Unidos se comprometían a la reconstrucción económica-financiera de toda la Europa Occidental a través de las “bondades” del Plan Marshall, sin lugar a dudas el éxito de la reconstrucción europea llevó a los países de capitalismo desarrollado a un crecimiento inigualable, los flujos de mercancías cruzaban el atlántico sin ninguna interrupción los dólares eran sumamente demandado, el modelo como tal funcionaba, todas las demás naciones promovían la cooperación monetaria internacional permitiendo de esta forma, las estabilidad en los tipos de interés y cambio.

No obstante, la época de oro del capitalismo habría de llegar a su fin, las naciones europeas una vez que hubieron recuperado toda su fuerza, comenzaron a dudar de la convertibilidad del dólar en metálico, los crecientes gastos a los que hacía frente la administración de los Estados Unidos en Vietnam, dejaban mucho que desear, al incrementarse el producto y la productividad de Europa, las monedas de uso doméstico comenzaron a ser mas “cotizadas”, ya que el flujo de mercancías a nivel mundial se había diversificado, en una primera fase los Estados Unidos, único ganador de la segunda guerra que no había sufrido estragos importantes en territorio propio, era sin lugar a dudas el único país con una balanza comercial favorable, pero el resurgimiento de las empresas europeas en el plano internacional rompieron la comunión del sistema internacional de tipos de cambio, la realidad económica presionaba a la Reserva Federal, el incremento en el déficit de los Estados Unidos mermaba cada día más la confianza de los europeos, los cuales sin lugar a duda, demasiado cautos, decidieron empezar a convertir sus dólares en lingotes de oro macizo, ya que la actividad comercial con los americanos si bien era importante ya no era vital como en los años 1950’s.

La confianza en el dólar, cimiento fundamental de Bretton Woods, estaba rota, la depreciación del dólar respecto al oro era evidente en los mercados internacionales, continuos ataques especulativos en divisas europeas asestaron los golpes de gracia al sistema monetario internacional, la era de la paridad fija estaba condenada a la desaparición, con esto también las tasa de interés entraba en el devenir de la oferta y la demanda de dinero.

El abastecimiento de materias primas que si bien a lo largo de los treinta años posteriores a la segunda guerra mundial, había estado garantizado tanto en precio y cantidad, presentaba dificultades en cuanto a precio debido a que la mayoría de las mercancías estaba indizada en dólares, lo cual provocó una serie de desajustes en el precio de las mercancías. La crisis del petróleo de los años 1970's fue el clímax en el desajuste de precios de materias primas.

La quiebra de Bretton Woods significaba el fin de la convertibilidad fija, de certidumbre en tasas de interés y precios de materias primas. El sistema financiero también dio un vuelco en su actividad fundamental, la inserción de mercados organizados de futuros "coberturas" generó expectativa en especuladores, empresas e inversionistas, aunque a final de cuentas todos terminaron siendo especuladores. Era claro que estos instrumentos estaban dirigidos a proteger a los productores de materias primas de vicisitudes inter temporales de precio, por otro lado permitían a las empresas hacerse de materias primas con un cierto nivel de confianza, era obvio que las fluctuaciones en los tipos de cambio habrían de ser cubiertas con estos instrumentos, que si bien eran conocidos desde finales del siglo pasado, no habían alcanzado tanta popularidad como hasta ese momento, de está forma importadores y exportadores podían tener confianza en no sufrir pérdidas, o al menos tratar de amainarlas, al momento de pactar una operación en moneda extranjera.

Los instrumentos financieros de cobertura robustecieron, el mercado de valores a nivel internacional, sin embargo los flujos de capital paulatinamente se fueron desvirtuando de las actividades productivas, ya que resultaba más rentable realizar operaciones especulativas con divisas que dedicar recursos a las actividades productivas, la rentabilidad de una respecto de la otra no tenían semejanza, de ahora en adelante el mundo entraba en una etapa desconocida, si en algún momento el sistema económico-financiero se había caracterizado por ser estable, ahora sería caracterizado por la constante inestabilidad en todos sus aspectos, el auge de los instrumentos de cobertura radica en la inestabilidad, sin ésta es muy seguro que los mercados financieros de cobertura hubiesen tenido el auge que a la fecha poseen.

La incertidumbre existe siempre que no se sabe con seguridad lo que ocurrirá en el futuro. El riesgo es la incertidumbre que “importa” porque incide en el bienestar de la gente... Toda situación riesgosa es incierta, pero puede haber incertidumbre sin riesgo.²⁷

²⁷ Bodie, Zwi y Merton Robert C. (1999), *Finanzas*, México, Prentice Hall, p. 65

CAPÍTULO TERCERO

Elementos que Integran el Mercado de Derivados

3. Los Productos derivados

Como pudimos ver en el capítulo anterior la crisis económica de los años 1970`s, dio auge y profundidad al mercado de coberturas, el cual ya una vez entrada la década de los años 1980`s se le denominó mercado de derivados; ya que esta clase de instrumentos se encontraban referenciados a un bien determinado: *commodity*, conocido como activo subyacente. La principal función de estos productos era proteger a las empresas de fluctuaciones en los precio de los subyacentes para permitirles un abastecimiento de materia prima con cierto nivel de certidumbre.

Era pues necesario que los entes productivos determinasen los diferentes tipos de riesgo que pudiesen afectar su operación y/o resultados esperados, así como determinar cuál sería su nivel de tolerancia o aversión al riesgo, para de esta forma implementar las políticas técnico-financieras necesarias que garantizaran los rendimientos sobre capital a los accionistas. La empresa necesitaba identificar cuáles serían sus exposiciones más importantes al riesgo y determinar la postura que asumiría frente a este.

Postura:

- Protección o Cobertura, cuando la acción que se emplea con el fin de evitar una pérdida, obliga también a renunciar a la posibilidad de una ganancia.
- Aseguramiento, pagar una prima, para tener cubierta la posible pérdida, sólo que en esta clase de estrategia es preciso evaluar el costo de oportunidad de la prima.
- Diversificación, mantener cantidades similares de muchos activos sujetos a riesgo en lugar de mantenerlos en uno solo.

Como se pudo apreciar en el capítulo pasado las principales fluctuaciones en aquel momento tenían que ver con tres precios financieros básicos: tipo de cambio, tasas de interés y *commodities*.

La volatilidad de los tipos de cambio se originó a partir del rompimiento del sistema Bretton Woods, en 1979, la Reserva Federal de los Estados Unidos abandona la práctica de fijar la tasa de interés y comienza a fijar la de crecimiento de la oferta monetaria y

por último la inestabilidad del petróleo en la década de los años 1970`s provocó inestabilidad en otros *commodities*.

Es objeto del presente capítulo poder hacer mención de una manera clara sobre cuál es el funcionamiento del mercado financiero de derivados, la evolución de estos productos y la forma en la que pueden incidir en el sistema financiero y productivo.

3.1 Evolución del Mercado de Derivados²⁸

Sin lugar a dudas el origen de los mercados de futuros y opciones financieras radica en la ciudad americana de Chicago, considerada por muchos el centro financiero más importante en cuanto a productos derivados. Los orígenes de este mercado se remontan a finales del siglo XIX cuando una serie de agricultores preocupados por la seguridad del precio de sus productos crearon estos instrumentos financieros como una forma de cobertura.

Los tres mercados principales de productos financieros derivados son: *Chicago Board of Trade* (CBOE); *Chicago Mercantile Exchange* (CME), y *Chicago Board Options Exchange* (CBOE), sin lugar a duda los mercados más importantes en cuanto a volumen de contratación.

Era de esperarse que los europeos al notar el éxito de los mercados de coberturas en los Estados Unidos se sintiesen instigados a la formación de bolsas propias para la comercialización de éstos. Los holandeses e ingleses fueron los primeros en aventurarse en la formación de mercados organizados a través del llamado *European Options Exchange* (EOE) y *London International Financial Futures Exchange* (LIFFE), respectivamente, mismos que entraron en operaciones en 1978. Algunos años más tarde otros países europeos crearían sus propias bolsas para comercialización de derivados:

- Francia MATIF (Marché a Terme International de France) 1985
- Suiza SOFFEX (Swiss Financial Futures Exchange) 1988
- Alemania DTB (Deutsche Terminbourse) 1990
- Italia MIF (Mercato Italiano Futures) 1993

²⁸ <http://www.cme.com> y www.cboe.com

Otra serie de países que disponen de mercado de derivados son los países nórdicos: Noruega, Finlandia, Suecia, y Dinamarca, así como también: Austria, Bélgica e Irlanda. Por otro lado, países como: Japón, Canadá, Brasil, Singapur, Hong Kong y Australia disponen de mercados de futuros y opciones. Es importante destacar que en la mayoría de países donde se han puesto en marcha mercados de productos derivados se ha registrado un éxito significativo en el volumen de contratación.

3.2 Productos

3.2.1 Los Contratos a Plazo: *Forwards*

Esta clase de contratos obliga a sus participante a comprar/vender un determinado bien (activo subyacente) en una fecha futura a un precio determinado, se elabora tomando en cuenta el precio actual del subyacente y el costo de financiamiento. Esta clase de contratos son acuerdos privados entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y sus clientes corporativos.²⁹

Por tanto, esta clase de contratos no están sujetos a ninguna restricción, están hechos a la medida de las necesidades de cada una de las partes, esto es posible a que esta clase de instrumentos son extra bursátiles: *Over the Counter*. En esta clase de operaciones es el comprador quien se compromete a adquirir determinado activo en un precio y tiempo pactado, y por otro lado el vendedor está dispuesto a entregar dicho activo de acuerdo a las condiciones previamente establecidas.

El principal riesgo que presenta el contrato *forward* es que ambas partes cumplan con sus obligaciones, esto originado por que no existe ninguna autoridad que supervise el desarrollo de la operación.

Al término del plazo, se pueden dar dos tipos de entrega

a) Intercambiar el activo subyacente por el valor previamente acordado.

²⁹ Hull, John C., op. cit., p. 19.

b) Intercambio a favor o en contra en efectivo del diferencial que existe entre el precio al cual se pactó la operación en un inicio y el precio final que presenta el activo subyacente en el mercado al cual se hace referencia.³⁰

Inicialmente los contratos *forward* eran empleados por los agricultores, para de esta forma garantizar el abasto y comercialización de varios de sus productos quedando como respaldo cosechas futuras o determinada cantidad del bien depositada en almacenes específicos.

Las diferentes modalidades bajo las cuáles pueden agruparse estos instrumentos son tres:

- No generan utilidades (*forwards* sobre activos subyacentes de difícil realización o manipulación).
- Generan utilidades o rendimientos fijos (*forwards* sobre títulos gubernamentales o acciones)
- Generan utilidades que se reinvierten (*forwards* sobre divisas).³¹

Por último, también se da el *forward* sobre tasas de interés, por ejemplo:

“un contrato con el banco B mediante el cual A y B acuerdan fijar una tasa del 10% anual para un plazo de un año dentro de un año sobre la cantidad de dinero preestablecida. Transcurrido el año, si ocurre lo que temía A y las tasas de interés bajan por ejemplo al 8%, el banco B pagará lo que temía A la diferencia entre la tasa acordada (10%) y la tasa vigente de mercado (8%), es decir 2% sobre la cantidad de dinero acordada. Si por el contrario las tasas suben al 12% A deberá pagar a B la diferencia”. (Rodríguez Castro 1995).

3.2.2 Futuros

Un contrato de futuros es, en muchos sentidos, igual a cualquier otro contrato *forward*. Es un acuerdo de compra-venta entre dos partes, que contiene derechos y obligaciones

³⁰ Díaz, Carmen (1998), *Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros*, España, Prentice Hall, p. 135

³¹ Zorrilla Salgado, J.P. (2003), “La administración de riesgos financieros en las Pymes de exportación”, *Contribuciones a la Economía*, (Universidad Veracruzana, México).

para ambas. El vendedor se compromete a entregar un producto al comprador a un precio determinado en una fecha futura. El comprador acuerda aceptar la entrega y pagar el precio estipulado.

Una de las ventajas de los contratos de futuro es que son, por naturaleza, estándares, esto quiere decir que un contrato de futuros sobre el mismo producto es idéntico a otro en términos de calidad, cantidad, tiempos y términos de entrega.³²

Se pueden realizar contratos de futuros sobre una gran cantidad de productos o activos, que en la terminología del mercado de derivados, se conocen como productos subyacentes. Por ejemplo en los mercados extranjeros existen contratos de futuros sobre productos como: azúcar, maíz, trigo, café, carne, petróleo, etc., y sobre productos financieros como: divisas, tasas de interés, acciones y en general sobre cualquier instrumento financiero sujeto a condiciones de negociación que se puedan estandarizar: calidad, cantidad, precio y vencimiento.

Una característica adicional de los contratos de futuros es que se negocian en bolsas organizadas que cuentan con una cámara de compensación,³³ la cual garantiza que el trato se cumplirá, ya que esta cámara se convierte en contraparte de cada vendedor y de cada comprador, además de una serie de regulaciones y salvaguardas tecnológicas y jurídicas para garantizar que cada participante cumplirá con lo acordado.

La función principal de los contratos de futuros es cubrir los riesgos que se presentan debido a movimientos inesperados en el precio del producto o en las principales variables económicas, como el tipo de cambio o las tasas de interés.

3.2.2.1 Futuros Sobre Tipo de Cambio o Divisas

³² Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto (2000), *Futuros y Opciones Financieras*, México, Limusa, p. 103.

³³ Los mercados de derivados listados o estandarizados, cuentan con una Cámara de Compensación, que funge como garante de todas las obligaciones financieras que se generan por las operaciones de productos derivados estandarizados. Asigna, es la Cámara de Compensación y Liquidación del Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), su función central es ser la contraparte y por tanto garante de todas las obligaciones financieras que se derivan de la operación de los contratos negociados, para ello deberá observar la normatividad emitida por las Autoridades Financieras: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y Banco de México, así como por las Reglas del propio Mercado Mexicano de Derivados.
<http://www.cnbv.com.mx>

Como se señaló en el capítulo tercero las operaciones con contratos de futuros sobre divisas iniciaron su operación de forma formal a mediados de 1972, la negociación de estos productos se llevó a cabo en el *International Monetary Market (IMM)* del *Chicago Mercantile Exchange*, cabe señalar que desde que se fueron profundizando los problemas sobre tipo de cambio a finales de los años 1960's se comenzaron a llevar a cabo contratos *forward* sobre divisas. Como era de esperarse la mayoría de estas transacciones estarían basadas en dólares, yen-dólar, marco-dólar libra-dólar, etc. Los márgenes requeridos en la operación de estos contratos oscilan entre 4% y 7%³⁴ del valor amparado bajo el contrato, esto dependiendo de la volatilidad de la moneda en cuestión, es importante señalar que estos márgenes son relativamente bajos debido a la volatilidad que presentan las monedas en los países desarrollados, sin embargo si se piensa en un futuro sobre el peso mexicano cuya volatilidad es mayor seguramente el margen también lo sería.

El precio de una divisa depende del costo del dinero que exista en los dos países a los que la cotización hace referencia. El costo financiero no depende solamente de dos países, sino también del costo que presenten las instituciones financieras que cotizan la divisa, asimismo es importante señalar que factores de carácter macroeconómico³⁵ pueden influir en el precio de la divisa.

Para Arturo García Santillán en esta clase de transacciones existen dos tipos de precios durante su operación, el precio en efectivo (cash) y el precio spot³⁶.

El precio en efectivo (cash) es aquel que cotizan las instituciones financieras basado en la oferta y demanda que se tiene en el mercado, este precio se calcula en el momento en el que el comprador y el vendedor se ponen de acuerdo para efectuar la operación. Los precios spot, son divisas que serán entregadas en un plazo de 48 horas, su cotización estará determinada por la oferta y demanda en el mercado interbancario.

3.2.2.2 Futuros Sobre Tasa de Interés

³⁴ Ibid, p. 6

³⁵ Políticas gubernamentales que pueden influir en el tipo de cambio a través del Banco Central, el cual puede retirar circulante con el fin de elevar el valor de la moneda local, el saldo de la cuenta corriente que también puede influir en el tipo de cambio de una divisa; y las expectativas que tiene un país respecto al tipo de cambio pueden jugar un papel importante en su cotización. No podemos olvidarnos de la depreciación que sufrió el peso respecto al dólar a principios de 2009.

³⁶García Santillán, Arturo (2001) "El Sistema Financiero Mexicano y el Mercado de Derivados" *Libros y Manuales: Finanzas*, (Contaduría y Administración Unidad Multidisciplinaria: CIEA, México) p. 91.

Un contrato a futuro sobre tasas de interés es simplemente un contrato de cobertura sobre un activo cuyo precio depende únicamente del nivel de las tasas de interés. La importancia de este tipo de contratos radica en la actualidad en el volumen total de operación de los contratos de futuros sobre instrumentos financieros que representa más de la mitad del volumen de toda esta industria.³⁷

Del mismo modo que cualquier otro contrato de futuro, en los futuros sobre tasa de interés el vendedor del mismo se está comprometiendo a entregar determinada cantidad de títulos de deuda con un período de vigencia determinado, a un precio pactado al momento del vencimiento del contrato, por otro lado el comprador se compromete a pagar por los títulos de deuda al precio pactado, por tanto, el beneficio surge por la diferencia que existe entre la tasa de interés pactada y la tasa de interés en el mercado cuando el contrato vence. El propósito de estos instrumentos es darles a los inversionistas una cobertura ante cambios abruptos en la tasa de interés de tal suerte puedan cubrirse ante la volatilidad de ésta a causa de los efectos en los precios (inflación).

3.2.2.3 Futuros Sobre Índices Accionarios

En los futuros sobre contratos de índices accionarios las partes se comprometen a comprar o vender determinadas veces; el valor del índice base es medido en pesos, pero por lo general el valor de los índices sobre mercados accionarios es medido de dos formas: por su propio valor, lo cual significa que cada acción del índice afecta el valor de éste en proporción al valor del mercado de las acciones que lo componen, o bien puede ser calculado por el peso que representa, lo que significa que cada acción tiene un peso, dependiendo de su precio y del total de acciones dentro del índice³⁸.

Esta clase de contratos permite aprovechar las tendencias de los mercados accionarios, ofreciendo al mismo tiempo una cobertura mucho menos costosa a portafolios, dando la posibilidad a los inversionistas de proteger sus acciones ante bajas de precio en el corto plazo (**véase cuadro 1**).

³⁷ En el caso de México representan más del 95% de los títulos contratados. www.mexder.com.mx

³⁸ Rodríguez, de Castro J. (1997), *Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados*, México, Limusa, pp. 20-25.

Cuadro 1: Principales Características de Futuros y Forwards

Característica	Forward	Futuro
Cantidad y Calidad	Fijada por acuerdo mutuo entre las partes.	Estandarizados desde su primera emisión por parte de la bolsa en que se negocian.
Vencimiento	Pactado entre las partes participantes en el contrato.	Plazos de vencimiento estandarizados.
Tipos de Contrato	Privado	Contrato estándar compensado y liquidado por la Cámara de Compensación.
Pérdidas y Ganancias	Se realizan al venciendo del contrato.	Calculadas y saldadas diariamente.
Depósitos	Fijados por acuerdo mutuo y estático durante toda la vigencia del contrato	Estandarizado y valuado diariamente
Márgenes	No se constituyen	Se realiza valuación y ajuste diario.

Fuente: Díaz Tinoco, Jaime y Hernández Trillo, Fausto (2000), “Futuros y Opciones Financieras”, México, Limusa p. 55-57

3.2.2.4 Los Márgenes y la Cámara de Compensación en el Mercado de Futuros³⁹

Como se ha ido mencionando en los incisos anteriores un futuro es un contrato totalmente estandarizado, el precio es la única variable que existe en esta operación, las pérdidas y ganancias que obtiene cada una de las partes se va realizando de manera diaria de acuerdo a los movimientos del precio del valor del subyacente, y por tanto del precio del futuro, la suma de las pérdidas y ganancias es iguala a cero, es decir lo que pierde un participante es la ganancia de otro.

Las negociaciones de contratos de futuros hoy en día se llevan a cabo de forma electrónica, cada uno de los participantes envía su postura al sistema central de negociación del mercado, el cual es el encargado de cazar las posturas, realizándose de esta forma la transacción. Una vez que esta transacción se realiza pasa a la Cámara de Compensación, la cual pasa a ser la contraparte de cada una de las posiciones y es la responsable de que se cumplan los compromisos que se contraen con la operación de estos instrumentos.

³⁹ASIGNA Compensación y Liquidación. <http://www.asigna.com.mx>

Al momento de llevarse a cabo la operación, las partes depositan cierta cantidad de dinero o de valores en una cuenta conocida como margen a favor de la Cámara de Compensación, este margen puede variar a partir de la volatilidad del activo subyacente y por la naturaleza de la posición en el mercado. La existencia de la cuenta de margen sirve como garantía del cumplimiento de la obligación además de proteger a los agentes de pérdida potencial por abruptos cambios en los precios, además de permitir a las partes realizar sus ganancias de forma diaria asociadas a movimientos favorables en el precio.

El valor neto de la posición de los compradores y vendedores es igual al importe del margen inicial depositado en la Cámara de Compensación al establecer el contrato más la suma de todas las pérdidas y ganancias diarias. En el caso del comprador se realiza una ganancia cuando el precio del activo sube, ocurriendo lo contrario en el caso del vendedor, de esta forma al bajar el precio del subyacente el vendedor estará realizando una ganancia y el comprador una pérdida. Cuando aumenta el precio de un futuro la Cámara de Compensación transfiere de la cuenta del vendedor hacia la del comprador la diferencia entre los precios futuros, ocurriendo lo contrario en caso de que el precio disminuya. Cuando el valor neto de la posición cae por debajo de un nivel mínimo la Cámara envía un aviso de margen al inversionista solicitando reconstituya sus garantías hasta el nivel del depósito inicial, en caso de que éste no lo haga su contrato queda automáticamente cancelado, y si ocurriese el caso contrario el inversionista puede retirar el excedente del valor neto sobre el margen inicial. También puede darse el caso de que la Cámara solicite llamadas de margen intardía que se constituyen con depósitos adicionales que exceden el margen de mantenimiento, esto ocurre en situaciones de excepcional inestabilidad en los mercados.

3.2.3 Swaps

Las permutas financieras o swaps, son un acuerdo entre dos partes para intercambiar flujos de efectivo en el futuro. En esta clase de operaciones se acuerda la tasa y los plazos, una institución bancaria actúa como intermediario entre las dos partes obteniendo una comisión como beneficio y en algunas ocasiones es la misma institución financiera la que actúa como contraparte al no existir nadie interesado en entrar al swap.

En este tipo de instrumentos podemos encontrar diferentes clases: swaps de tipos de interés, de divisas, de *commodities* y de acciones. Los más utilizados son los de tasa de interés y de divisas.

Un swap de tasa de interés es un contrato en el que dos partes acuerdan durante un período de tiempo determinado un intercambio mutuo de pagos periódicos de intereses nominados en la misma moneda y calculados sobre un mismo principal pero con tipos de interés diferentes.

En estas operaciones la obligación de pago afecta exclusivamente al intercambio de intereses. El principal, si bien nos sirve para evaluar el tamaño del swap *no se intercambia*, sirviendo únicamente para calcular los intereses a pagar. Por esta razón estas operaciones no tienen impacto en los balances contables de las compañías partícipes (sólo influyen en la cuenta de pérdidas y ganancias), por lo que son clasificados como instrumentos fuera de balance.

Las dos modalidades básicas de los swaps de tasas de interés son, swaps “fijo” contra “variable” intercambia un flujo a tipo fijo a cambio de otro a tipo variable y swaps “variable” contra “variable”, en el que se intercambian dos flujos de intereses calculados a tipo variable.

El otro tipo de swap más utilizado es el swap de divisas, esta clase de swaps involucra el intercambio de una cantidad inicial y el pago de intereses en una moneda por una cantidad inicial y el pago de intereses en otra moneda.

En esta clase de contratos se requiere que la cantidad principal sea especificada en cada una de las dos divisas para que no exista disparidad entre ambas partes, de esta forma los inversionistas pueden invertir en otro país utilizando la moneda de uso corriente de ese país. Al finalizar el contrato se vuelven a intercambiar las cantidades principales y cada empresa liquida su crédito, siendo esta última característica la que vuelve diferente al swap de tipo de cambio en el cual solo se pagan los intereses.

Las modalidades que pueden adquirir los swaps de divisas pueden ser del tipo “fijo” por “fijo” donde ambas partes pagan un interés fijo durante la vida del contrato, el otro tipo es “fijo” por “flotante”, es decir una de las partes paga intereses fijos y los otros intereses a una tasa flotante y por último “flotante” por “flotante” donde ambas partes

pagan intereses flotantes. Sobra mencionar que esta clase de operaciones son llevadas a cabo en el mercado sobre mostrador (*Over the Counter*)

3.2.4 Opciones⁴⁰

Una opción es un título que brinda a su poseedor el derecho a comprar o vender un activo a un precio determinado durante un período o en una fecha prefijada.

Hay dos tipos básicos de opciones; una opción de compra (*call*) da a su propietario el derecho a comprar un activo en una fecha determinado por un cierto precio; una opción de venta (*put*) da al propietario el derecho a vender un activo en una fecha dada a un precio determinado. El activo sobre el que se instrumenta la opción se denomina el activo subyacente. El precio de compra o de venta garantizado en la opción es el precio de ejercicio (*strike*). Por otro lado las opciones pueden ser estadounidenses o europeas, las opciones estadounidenses pueden ser ejercidas en cualquier momento hasta su fecha de vencimiento, mientras que las opciones europeas sólo pueden ejercerse en la fecha de vencimiento. Esta distinción no tiene nada que ver con la ubicación geográfica.

En un contrato de opción, la posición ante el riesgo del comprador y vendedor son asimétricas. Así el comprador tiene el derecho, no la obligación, de comprar o vender, es decir, ejercer la opción en el plazo correspondiente de la misma. Sin embargo el vendedor sólo tiene obligaciones en el sentido que tendrá que vender o comprar si el poseedor de la opción decide ejercerla y en caso contrario no hará nada. El vendedor de una opción *call* o *put*, asume la obligación de respetar la decisión o requerimiento del comprador, para tal efecto recibe un pago (*prima*) por el riesgo asumido en la venta de la opción.

Las opciones pueden negociarse sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles, pero adicionalmente se negocian opciones sobre acciones y futuros.

Es importante destacar que contrario a lo que ocurre en un futuro donde el contrato es definitivo, el tenedor de una opción tiene la posibilidad de comprar o vender un valor a

⁴⁰ La información del apartado se obtuvo de: <http://www.cboe.com>

un precio determinado sin tener la obligación de hacerlo, siempre y cuando se cubra el costo de la prima. La prima representa el valor de la opción en su mercado y el valor de la misma puede depender de diversos factores, tales como el precio de cotización del activo subyacente, el precio de ejercicio de la opción así como del tiempo restante para su vencimiento.

“Las opciones presentan un límite de pérdida potencial equivalente al precio de la misma, en las opciones existe un comprador y un vendedor, por lo tanto si las posiciones son descubiertas uno tiene un potencial ilimitado de pérdida y/o ganancia y el otro un potencial ilimitado de pérdida y/o ganancia, de acuerdo a la posición que cada uno de estos asuma. Es por eso que los participantes en esta clase de instrumentos deben hacer una excelente elección sobre la postura que manejan.

3.2.4.1 Opciones de Divisas

Al igual que las demás opciones, la opción de divisas otorga a su poseedor el derecho a comprar o vender un determinado importe de divisas en el futuro a un precio prefijado a cambio del pago de una prima. Un *call* de esta clase de opciones da a su comprador el derecho a comprar una determinada cantidad de divisas a un determinado tipo de cambio. Un *put* ofrece a su poseedor el derecho a vender una determinada cantidad de divisas a un tipo de cambio establecido. Esta clase de instrumentos son empleados por importadores y exportadores, los importadores utilizan un *call* de divisas con el fin de asegurar el pago de la mercancía que importarán a un determinado tipo de cambio en caso de que existan movimientos en la cotización de la divisa en contra del importador, y de igual manera beneficiarse si los movimientos en la cotización de la divisa le son favorables. Por otro lado el *put* es utilizado por el exportador con la finalidad de cubrirse del riesgo cambiario, es decir al momento de recibir un pago en determinada divisa, esto le garantiza que el precio de la divisa no será menor que el precio del ejercicio de la opción así mismo le permite al exportado beneficiarse con los movimientos de tipo de cambio favorables.

Una opción sobre divisa le da a su comprador el derecho de poder fijar el precio para la adquisición o venta de divisas por un periodo determinado a cambio del pago de una

prima. Las opciones sobre divisas son preferibles a un futuro de divisas cuando no se sabe con seguridad la cantidad de divisas que va a necesitarse para la transacción.

3.2.4.2 Opciones Sobre Acciones

Una opción sobre acción es un contrato que proporciona a su tenedor el derecho, más no la obligación, de comprar o vender una acción a un precio específico en una fecha estipulada (opción europea) o antes de la misma (opción estadounidense).

Un *call* otorga al dueño la posibilidad de comprar una acción a un precio estipulado, dentro de un lapso de tiempo determinado, a cambio del pago de una prima, que es para el caso del comprador del *call* su único riesgo, el beneficio que puede obtenerse de esta operación resulta ilimitado, tanto como el precio de la acción así lo permita, el valor de el *call* tenderá a incrementarse a medida de que el precio de la acción subyacente así lo haga, la ganancia obtenida por el dueño del *call* se materializará cuando el precio de la acción subyacente sea superior al precio del ejercicio.

Un *put* otorga a su tenedor la posibilidad de vender una acción a un precio estipulado, dentro de un lapso de tiempo determinado, el vendedor recibe una prima por parte del comprador lo que representa su ganancia máxima, y su pérdida en caso de cambios desfavorables en la cotización de la acción subyacente regularmente puede llegar a ser ilimitada.

Las opciones que son negociadas en bolsas organizadas son físicamente entregadas, es decir que si la opción es ejercida hay una entrega de la acción subyacente para o desde su cuenta de corretaje. Por medio de la firma corredora el dueño de la opción sobre la acción puede ejercer el contrato en cualquier momento antes del plazo estipulado.

3.2.4.3 Opciones Sobre Índices

Las opciones sobre índices parten básicamente de la misma idea que los demás tipos de opciones, se tiene el derecho más no la obligación de comprar o vender. La diferencia

radica en que a través de las opciones sobre índices se pueden tomar decisiones de inversión en un sector industrial⁴¹ o en el mercado en su conjunto.

Un *call* le otorga al comprador el derecho de participar en aumentos del mercado por encima de un precio de ejercicio predeterminado hasta el vencimiento del contrato. El comprador de una opción índice *call* tiene una ganancia potencial ilimitada ligada a las ventajas de los aumentos del índice, a cambio de estos derechos el comprador paga una prima.

Un *put* le otorga al comprador el derecho de participar en los descensos del índice subyacente por debajo de un precio de ejercicio predeterminado hasta el vencimiento del contrato. El comprador de una opción índice *put* tiene una considerable ganancia potencial en el evento de una caída.

El riesgo del comprador se limita al monto de la prima. El vendedor de la opción recibe la prima por parte del comprador; esta prima es la ganancia máxima que el vendedor de la opción realizaría por la venta de la opción. La posibilidad de pérdidas vendiendo opciones, es generalmente ilimitada.

Las opciones sobre índices son liquidadas en efectivo, esto significa que nunca se compra o se venden acciones reales a favor del comprador de opciones. La cantidad de dinero depende del prospecto de colocación y del índice, en algunos casos un punto del índice es de un peso, pero en otro índice como S&P100⁴² puede ser de 100 dólares estadounidenses.

⁴¹ Claro ejemplo de esta clase de índices son el Dow Jones Industrial y el Standard & Poor's 500. Ambos reflejan el comportamiento de las principales compañías estadounidenses. Hay índices que son más específicos, como puede ser por ejemplo el Índice de acciones biotecnológicas de la American Stock Exchange; otros miden los valores en mercados emergentes, bonos del Tesoro, y mercados específicos en otros países (este es el caso digamos del Nikkei de Tokio o el IPC de México).

⁴² La calificadora Standard & Poor's tiene una serie de índices sobre cierto tipos de empresas con el fin de dar una guía a los inversionistas sobre el comportamiento bursátil del mercado en Estados Unidos los índices más conocidos son:

Standard & Poor's 500 En los últimos años este índice ha cobrado gran popularidad. Lo componen 400 acciones industriales, 20 del sector del transporte, 40 de servicios públicos (los llamados *utilities*), y 40 financieras. Es representativo aproximadamente de las tres cuartas partes del mercado accionario estadounidense. Todas las compañías que comprende son grandes. Muchos analistas coinciden en que este índice es un mejor indicador de conjunto de todo el mercado bursátil que el Dow Jones. A diferencia de éste, en el S&P 500 el cambio de precio de cualquier título resulta proporcional al valor total de mercado de sus acciones.

Las opciones sobre índices son activos que expiran, por lo tanto no contemplan derechos para el comprador indefinidamente. A diferencia de las acciones cuyos compradores pueden mantenerlas para siempre, si es su elección; las opciones sobre índices expiran o caducan en la fecha de vencimiento. El comprador puede elegir a partir de varias fechas de vencimientos, dependiendo de su objetivo de inversión y del período en su pronóstico del mercado. Los vencimientos están disponibles hasta tres meses a corto plazo y hasta tres meses en el ciclo trimestral (por ejemplo octubre, noviembre, diciembre, marzo, junio, septiembre). Las opciones sobre índices pueden ser conservadas hasta el vencimiento o vendidas en el piso de negociación de CBOE durante las horas regulares de negociación.

3.2.4.4 Opciones Sobre futuros

Una opción sobre futuros es una opción donde el subyacente es un futuro, posee las mismas características básicas que las demás opciones. Una opción de compra da el derecho, más no la obligación, de comprar un contrato de futuro a un precio establecido, mientras que el poseedor de una opción de venta tiene el derecho mas no la obligación de vender un contrato de futuro a un precio previamente pactado, el comprador obtiene este derecho siempre y cuando pague la prima correspondiente al vendedor de la opción. Una opción sobre futuros presenta una serie de ventajas respecto a los futuros, una de ellas radica en conocer de antemano cual será nuestra pérdida máxima, que en el caso de las opciones se remite al costo de la prima, mientras que en los futuros ésta es incierta, además de ofrecer a los productores de mercancías una cobertura no solo de precio, como es el caso de los futuros, si no de la cantidad específica. No obstante, ésta clase de opciones requieren de la existencia de los futuros.

La existencia de esta clase de opciones radica en los niveles de liquidez y negociación de los futuros además de permitir participar a inversionistas que no poseen el capital

Standard & Poor's 400 Refleja el comportamiento de 400 acciones industriales con un nivel de capitalización considerado mediano que fluctúa entre 85 millones y 6.800 millones de dólares, o lo que se conoce en inglés como *Midcap*.

Standard & Poor's 100 Refleja el comportamiento de 100 acciones. La opción de este indicador, conocida como OEX, es una de las de más volumen de transacción.

suficiente para hacer frente a los depósitos de margen, pues solo se requiere del pago de la prima.

De acuerdo a Rodríguez Castro: Las opciones sobre futuros son *convenientes para quienes no cuentan con capital suficiente para operar futuros y para proteger posiciones adquiridas en el mercado de futuros.*⁴³

3.2.4.5 In, At, Out

Se dice que una *call*, está dentro del dinero *In the Money* cuando el precio de ejercicio es menor que la cotización del activo subyacente, (acciones, índices, divisas, etc.), si el precio del ejercicio está por arriba de la cotización del activo subyacente en cuestión se dice que se está fuera del dinero *Out the Money* y si ocurriese el caso de que el precio de ejercicio es igual a la cotización del activo subyacente se dice que se está exactamente en el dinero *At the Money*.

En caso de un *put* ocurre todo lo contrario se está dentro del dinero *In the Money* cuando el precio de ejercicio es mayor que la cotización del activo subyacente, se está fuera del dinero *Out the Money* cuando el precio de ejercicio es menor que el precio la cotización del activo subyacente y en caso de que el precio de ejercicio sea igual al precio de la cotización se dice que se está exactamente en el dinero *At the Money* (véase cuadro 2)

Cuadro 2, Dentro, En y Fuera del Dinero

	Call	Put
Precio Ejercicio > Cotización Activo	Out the Money	In the Money
Precio Ejercicio = Cotización Activo	At the Money	At the Money
Precio Ejercicio < Cotización Activo	In the Money	Out the Money

Fuente: elaboración propia

⁴³ Rodríguez, de Castro J. (1997), *Introducción al Análisis de Productos Financieros Derivados*, México, Limusa, pp.88-95.

3.2.4.6 Diferente Mercados para la Negociación de Opciones

Las opciones a diferencia de los futuros pueden ser negociadas en dos mercados diferentes, los mercados organizados y los mercados *Over the Counter*, los mercados organizados son aquellos que están regulados y los mercados OTC son aquellos donde se realizan operaciones entre instituciones financieras o entre instituciones y clientes selectos. Los contratos OTC son hechos con base a peticiones especiales de cada una de las partes, mientras que los mercados regulados, los contratos están completamente estandarizados, en cuanto a vencimiento, precio de ejercicio y tipo de opción, la única variable es pues el precio (**véase cuadro 3**).

Cuadro 3, Características de los Mercados donde se Negocian Opciones

Características	OTC	Mercados Organizados
Términos de contrato	Ajustado a necesidades de ambas partes	Estandarizados
Lugar de mercado	Cualquiera	Mercado específico
Fijación de precios	Negociaciones	Cotización abierta
Fluctuación de precios	Libre	En algunos mercados existen límites
Relación entre comprador y vendedor	Directa	A través de la cámara de compensación
Depósito de garantía	No usual	Siempre para el vendedor
Riesgo de contrapartida	Lo asume el comprador	Lo asume la cámara de compensación.
Regulación	No existe regulación por lo general	Regulación gubernamental y autorregulada

Fuente: Elaboración propia con base en Lamothe, Prosper, (1998), *Opciones Financieras. Un enfoque fundamental*, México, McGraw Hil, pp. 110.

La mayor diferencia entre ambos mercados es la existencia de la cámara de compensación que tiene como funciones:

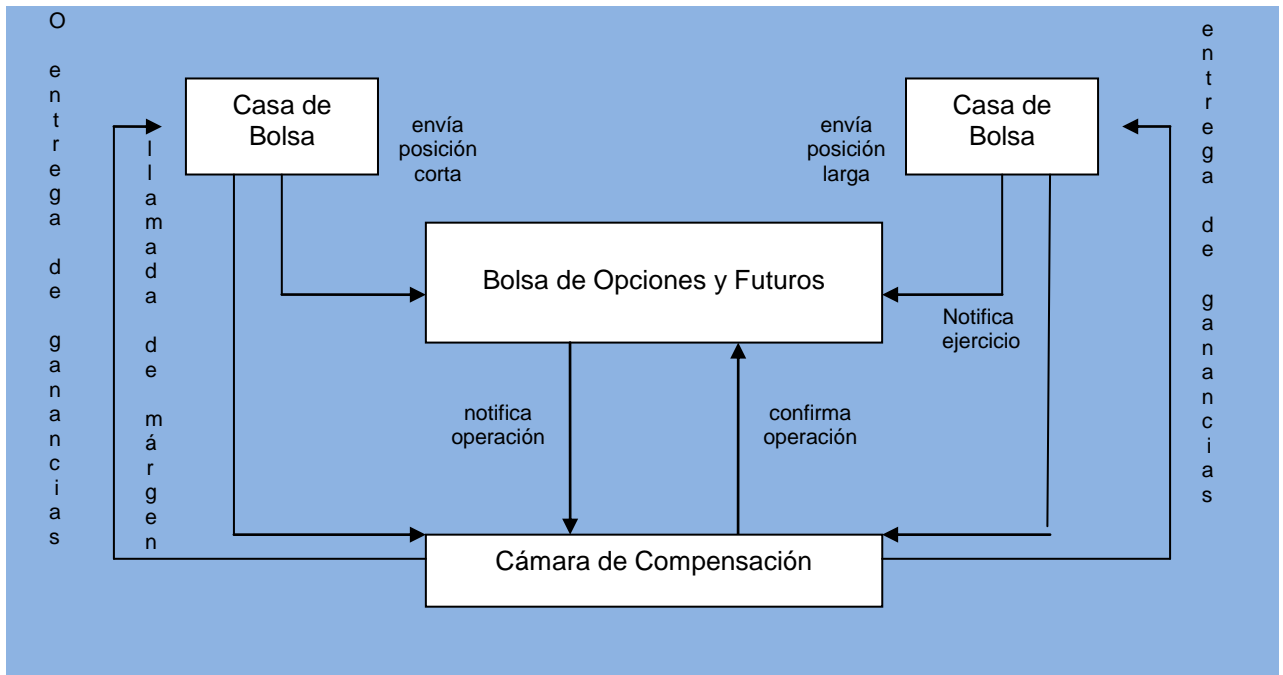
1. Asegura a los operadores que sus derechos podrán ser ejercidos con independencia de la situación financiera de la contrapartida. Esto es, se elimina el riesgo de crédito de las operaciones.
2. Facilita la operatividad del mercado al “compensar” constantemente las posiciones. Por ejemplo, si hemos vendido una opción *call* con vencimiento a 5 meses, podremos cerrar nuestra posición comprando una opción *call* idéntica.
3. Reduce el riesgo de contrapartida asumido exigiendo a los operadores un depósito de garantía.

Estos depósitos están remunerados a interés de mercado, y se pueden realizar en efectivo o en algunas bolsas de opciones consignando títulos de renta variable o renta fija. En general, sólo exigen depósitos a los vendedores. Por otra parte, los depósitos son revaluados diariamente para reflejar posibles pérdidas o beneficios de la posición de venta de opciones. Las garantías se gestionan a dos niveles: en primer lugar la cámara exige las garantías a los miembros del mercado o bolsa por las posiciones tomadas por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, y en segundo nivel los miembros de mercado exigen a sus clientes garantías por sus posiciones por un importe que debe ser como mínimo el depósito exigido por la cámara.

Como hemos visto el funcionamiento del mercado de futuros y el mercado organizado de opciones tienen características muy similares en cuanto a su funcionamiento, el cual está encaminado a ofrecer una mayor seguridad y transparencia a cada una de las partes con el fin de minimizar el riesgo de incumplimiento por parte de alguna de ellas (**véase figura1**).

Figura 1

El mercado Organizado de Opciones y Futuros



Fuente: Elaboración propia con base en: <http://www.mexder.com>.

3.3 Mercado extrabursátil u *Over the Counter*.

Dentro de la operación con productos financieros derivados no todas las transacciones se realizan en los mercados organizados. Lo que se conoce como el mercado *Over-the-Counter* (mercado extrabursátil) es una alternativa importante a los mercados organizados. Consiste en una red telefónica e informática de agentes *dealers*⁴⁴ sin presencia física a los mismos. Las operaciones se realizan por instituciones financieras, o entre instituciones financieras y alguno de sus clientes corporativos. Las instituciones financieras actúan frecuentemente como creadores de mercado *market-market* de los instrumentos sujetos a intercambio. Esto significa que están siempre dispuestas a registrar (quote), un precio de compra *bid Price* y un precio de venta *offer price*.

Las transacciones en el mercado *Over-the-Counter* son normalmente de mucha mayor envergadura que en el mercado organizado. La **ventaja clave** del mercado *Over-the-Counter* es que el objetivo y términos de la contratación no tienen por que ser los que

⁴⁴ Término anglosajón para definir a la sociedad que opera en los mercados por cuenta propia, es decir, que puede tomar posiciones en su nombre, además de actuar de intermediario entre comprador o vendedor. Denominación que puede aplicarse a las sociedades de valores. No confundir con *broker*.

especifica el mercado organizado. Los participantes en el mercado son libres para decidir sobre cualquier acuerdo que les resulte mutuamente atractivo. Una **desventaja** que presenta es que en las transacciones *Over-the-Counter* normalmente se dará cierto riesgo de crédito, es decir hay un pequeño riesgo de que el contrato no sea satisfecho por alguna de las partes.

3.4 Los Participantes del Mercado Organizado de Derivados en México.⁴⁵

El presente apartado tiene como objeto poder dar una visión general sobre cuales son los elementos que integran el mercado de derivados en México, mexder, para poder abordarlo con mayor facilidad en el siguiente capítulo de esta tesis.

Los participantes del mercado de derivados son los siguientes:

Socios accionistas:

Pueden participar como accionistas las instituciones de crédito o casas de bolsa que hayan sido autorizadas por el consejo de administración, previa evaluación por el comité de admisión y nuevos productos, para fungir como socios liquidadores y las personas morales que también hayan sido autorizadas para actuar como socios operadores y que hayan adquirido por lo menos una acción y cumplan con los requisitos de admisión.

Son socios operadores las personas morales facultadas para operar contratos en el piso de remates de mexder en calidad de comisionistas de uno o más socios liquidadores.

Son socios liquidadores los fideicomisos que participen como accionistas de mexder y aporten recursos al patrimonio del Fideicomiso Asigna, con objeto de liquidar y, en su caso, celebrar por cuenta de clientes contratos de futuros y opciones operados en mexder. Estos socios, 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.

⁴⁵ <http://www.mexder.com.mx>

Los socios o miembros de mexder tienen derecho a registrarse en una clase de contratos (uno para cada tipo de activo subyacente o de referencia) por cada acción de mexder que sean titulares, pudiendo ser autorizados para registrarse en dos o más clases de contrato, tomando en cuenta que requieren de contar con un operador de piso acreditado y certificado también por mexder para cada clase de contrato.

Las figuras que mexder certifica de acuerdo con los lineamientos estipulados en su reglamento interior y a su manual de políticas y procedimientos son:

- Responsable de la operación
- Promotor de productos derivados
- Operador de productos derivados
- Administrador de riesgos y,
- Administrador de cuentas.

Clientes:

Toda persona que ordena a través de un miembro o intermediario de mexder la negociación de contratos de futuro o de opciones en los términos y condiciones que impone la normatividad vigente en el mercado de derivados y que dicha persona declara conocer al momento de ordenar la ejecución de una operación de compra o de venta, para lo cual suscriben un contrato de intermediación que debe establecer, cuando menos, los siguientes aspectos:

- Descripción de los riesgos en que incurre el cliente al participar en la sección de futuros cotizados en mexder y su aceptación.
- Reconocimiento del cliente de las disposiciones contenidas en los reglamentos interiores de mexder y Asigna, así como las reglas expedidas por las autoridades financieras.
- Los medios de comunicación que serán utilizados para el envío, recepción y confirmación de órdenes para la celebración de operaciones por cuenta del cliente.
- Reconocimiento y aceptación por parte del cliente de las posiciones límites para la celebración de contratos con productos derivados.

- Reconocimiento y aceptación por parte del cliente de que Asigna, será su contratante en todos los contratos con productos derivados cotizados en mexder.

3.5 Resumen Ejecutivo

Son llamados instrumentos financieros derivados todos aquellos activos financieros cuyo valor dependa del precio o cotización, del instrumento, mercancía, etc., empleado como valor de referencia, dicho activo es denominado como activo subyacente. Los principales activos subyacentes empleados en los instrumentos financieros derivados son:

- Acciones
- Divisas
- Índices accionarios
- Materias primas
- Tasas de interés

Es importante recalcar que fueron las circunstancias económico-financiero adversas de finales de los años 1970's y principios de los años 1980's las que dieron pie al auge de esta clase de instrumentos financieros cuyo objetivo fundamental radicaba en el abastecimiento seguro de materias primas y divisas para las entes productivas. Los productos financieros de este tipo pueden clasificarse de diversas formas, ya sea por el derecho que otorgan, por la forma en que éstos deben de ser liquidados, por el activo bajo el cual éstos están referenciados, o bien por la forma en que éstos son negociados.

La forma de negociación de los productos financiero derivados marca las características de cada clase de instrumento, por un lado existe un mercado en el cual las diferentes fases del proceso de operación, asignación, compensación y liquidación están claramente definidas en los Reglamentos Interiores y en los Manuales Operativos de la Bolsa de Valores y la Cámara de Compensación. Estas últimas mantienen una permanente supervisión, vigilancia y monitoreo sobre las operaciones, además del control que ejerce el Contralor Normativo. Cualquier anomalía o controversia que surja durante la sesión de remate, es resuelta, en primera instancia por el Oficial de Negociación, auxiliado por el Comité de Operación, integrado por Operadores de Productos Derivados. Por otra parte está el mercado sobre mostrado u *Over the Counter*.

En este mercado las negociaciones se realizan fuera del ámbito de las bolsas de valores formales, en un mercado OTC el intercambio se realiza entre dos partes, el contrato OTC es un contrato bilateral, aunque aún están subordinados a regulaciones para el intercambio de instrumentos financieros. El mercado OTC puede ser una oportunidad para inversores muy informados, pero tiene un alto grado de riesgo, el acceso a inversores particulares es restringido en esta clase de mercado.

Los productos comerciados en bolsas de derivados formales son las opciones y los futuros, dicha clase de instrumentos permite a los inversionistas cubrir sus posibles posiciones de riesgo, sin embargo no lo logran al 100% ya sea por la fecha de vencimiento o ejercicio del contrato, o bien por la cantidad, esto a causa de que toda esta clase de contratos se encuentran estandarizados y la única variable a negociar es el precio. La existencia de la cámara de compensación ofrece certidumbre a los participantes de este mercado ante un posible incumplimiento.

Son los forwards, los swaps, y las llamadas opciones exóticas los productos que integran el mercado extra bursátil u *Over the Counter*. Dichas operaciones son llevadas a cabo de manera privada y regularmente atienden a necesidades específicas, son instrumentos financiero hechos a la medida, y en algunos casos éstos son empleados entre instituciones financieras o entre clientes corporativos de las instituciones financieras o bien entre las instituciones financieras y alguno (s) de sus clientes corporativos.

La versatilidad de estos productos ha ido a la par de la inestabilidad económica de nuestra época, las diversas mutaciones de esta clase de productos responden únicamente a las constantes fluctuaciones financieras. No obstante, siguen siendo y seguramente seguirán siendo un foco de atención dentro del mercado de valores organizado y el no organizado, ya que dan a sus inversionistas rendimientos que difícilmente podrían llegar a tenerse en caso de que se invirtiera en el sector productivo. Esta ambivalencia sin lugar a duda juega un papel importante en el desarrollo económico de nuestros tiempos.

Estamos viviendo una situación muy especial que, desgraciadamente no va a durar un año, va a ser más larga. No hablo del mercado de valores, hablo de la economía real, y hay que tomar medidas para evitar los efectos en esa economía real⁴⁶.

⁴⁶ Martínez, José Manuel (2008), *18 frases de Slim sobre la crisis*, www.cnnexpansion.com , diciembre.

CAPÍTULO CUARTO

La desregulación e inestabilidad financiera en México

El origen del Mex-Der

4. El cambio estructural

La globalización ha permeado los diferentes sectores económicos buscando flexibilizar tanto los procesos de producción como el traslado de mercancías (no así de mano de obra). Igualmente, ha exigido el libre flujo de capital gestando diferentes cambios en los sistemas económico-financieros de las naciones periféricas o en vías de desarrollo. Estas transformaciones han ocasionado la pérdida paulatina de soberanía en los sistemas de pagos y en la política monetaria y fiscal de dichos países. En el caso de los países latinoamericanos, la pérdida de soberanía resultado de la crisis de la deuda permitió que los organismos supranacionales y algunas instituciones financieras transnacionales dictaminaran el manejo del sistema financiero en su conjunto.

Es importante destacar que el funcionamiento de la banca en México antes de la ruptura del modelo de sustitución de importaciones, es decir antes de la quiebra del sistema Bretton Woods, estaba basado en la asignación del crédito bancario donde los bancos estaban vinculados a los mayores grupos empresariales del país. En esta etapa de crecimiento la participación del Estado fue fundamental al impulsar el crecimiento y desarrollo. Por un lado creaba expectativas alcistas en el creciente mercado interno al llevar a cabo la construcción de obras de infraestructura, favorecía a los empresarios vía subvención fiscal y, en algunos casos ofrecía precios de garantía a los productores de determinados artículos.⁴⁷ Por otro lado la política monetaria ofrecía liquidez, y certidumbre en cuanto a tasas de interés y tipos de cambios, dando de esta forma fuerza y solidez a los grupos bancarios mexicanos, y en un momento en que alguna empresa o grupo empresarial tuviese la necesidad de recurrir a préstamos en moneda extranjera se podía recurrir a la banca pública. La estabilidad de tipos de interés y de cambio permitía

⁴⁷ Los precios de garantía, intentan controlar los precios solamente en dirección descendente, mientras permiten aumentos sin restricción. Los precios de garantía normalmente están diseñados para elevar el precio a los productores por encima del precio de equilibrio de mercado, y también para mantener los precios a los consumidores en o debajo del nivel de mercado. Entonces el gobierno paga la diferencia.

la realización de planes de acción de largo y mediano plazo para los entes productivos, que en el caso mexicano se encontraban en un proceso de constante crecimiento producto de las fuertes expectativas de crecimiento del mercado interno, de tal suerte que con el fin de cubrir la demanda potencial las empresas comenzaron a adquirir prestamos en moneda extranjera con el objetivo de importar nueva maquinaria y tecnología⁴⁸ confiando en la estabilidad de las tasas de interés y de tipos de cambio que habían estado vigentes años anteriores. Además, en algunos casos esta deuda estaba avalada por el gobierno federal a través de las instituciones de banca de desarrollo⁴⁹ que a lo largo de este periodo jugaron un papel muy importante al fomentar actividades económicas estratégicas para el país que en la mayoría de los casos no eran atendidas por la banca comercial. También es cierto que en algunas ocasiones esta clase de apoyos eran poco efectivos e incluso desvirtuados de su objeto principal como en el caso de Banrural⁵⁰.

El crecimiento del mercado interno aunado a la suficiencia y estabilidad en los esquemas de financiamiento facilitaban el desarrollo empresarial de la época esto podía lograrse gracias a la estabilidad de tasas de interés, tipos de cambio y la estrecha relación entre los grupos empresariales y financieros.

4.1 Los años 1980's: La crisis de la deuda

Con el rompimiento del sistema Bretton Woods llegó a su fin la certidumbre de tasas de interés y tipos de cambio, las empresas al igual que el gobierno federal habían aprovechado la época de estabilidad para hacerse de recursos tanto interna como externamente, era común que una empresa adquiriese un préstamo en dólares para la compra de una maquinaria o bien el pago de una importación. La dinámica económica del México de aquellos años permitía a las empresas responder por sus pasivos y al

⁴⁸ Sin lugar a dudas uno de los principales errores del modelo de sustitución de importaciones fue el no promover un proceso de industrialización basado en el empleo de innovaciones tecnológicas domésticas.

⁴⁹ En el caso de instituciones de banca de desarrollo encargadas de promover el sector empresarial del país están Nacional Financiera (Nafin) es un banco encargado de apoyar con financiamiento, capacitación y asistencia técnica a las pequeñas y medianas empresas, parte fundamental de las economías de todos los países del orbe, al generar una gran proporción del PIB y del empleo, por otro lado Bancomext busca impulsar el desarrollo de la mediana y pequeña empresa exportadora financiando su actividad exportadora...

⁵⁰ Aranda Izguerra, José (1991), Economía y agricultura en México, 1980-1990. (Antecedentes y perspectivas). México, Centro de Estudios Históricos del Agrarismo en México (CEHAM), p. 52.

mismo tiempo obtener un beneficio aún cuando la inversión en sus sistemas productivos se realizara con crédito. No obstante, al existir volatilidad en los mercados financieros no sólo resultó incierto el tipo de cambio, si no que la tasa de interés tampoco se mantuvo estable, así que las consecuencias de la pérdida de estabilidad financiera para las empresas mexicanas cuyos flujos eran en pesos fue catastrófico, muchas empresas tuvieron que cerrar ante la imposibilidad de responder por sus obligaciones, esta volatilidad mermó fuertemente al naciente sector industrial nacional, el mismo gobierno federal se encontraba en gravísimos problemas de liquidez e imposibilitado de auxiliar a su sector secundario. A principios de los años 1980's se vaticinaba una fuerte probabilidad de incumplimiento de las obligaciones del gobierno a nivel internacional, de hecho se contrataba deuda solo para poder hacer frente a los intereses de la misma, México financieramente hablando se encontraba en una posición *Ponzi*.⁵¹

El decremento de la actividad económica a nivel internacional complicaba aún más la situación de las finanzas públicas mexicanas, ya que obtener divisas producto de las exportaciones se volvía cada vez más difícil no solo por la disminución de la demanda si no por los bajos niveles de productividad del sector primario. Esta situación conduciría al abandono del modelo de sustitución de importaciones que estaba fuertemente basado en la transferencia de recursos del sector primario de la economía para con el secundario, con el objetivo de que en una segunda fase este realizara las transferencias de recursos necesarios para con el primero.

A lo largo de poco más de veinte años los recursos excedentes obtenidos por las exportaciones del sector primario fueron destinados al sector industrial, lo cual lo debilitaba a expensas de hacer crecer el sector industrial, por tanto era de esperarse que los niveles de productividad del sector primario mexicano resultaran demasiado bajos en comparación con los sectores primarios de los países desarrollados.

⁵¹ En el análisis del riesgo del apalancamiento financiero cuando el gobierno o la empresa no tiene un colchón para absorber los cambios imprevistos en los flujos de dinero, y sí tiene una alta probabilidad de déficit en casi cada período, se tendrán que pedir prestados fondos adicionales para hacer frente a los compromisos de flujos de dinero, a esto Minsky lo llamó financiamiento *Ponzi*. Kregel, Jan (1998), "Flujo de Capitales, fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico", en Alicia, Girón y Eugenia, Correa (Coords.), *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, México, El Caballito, pp. 40-41.

Así, el endeudamiento de México fue subsanado esencialmente gracias al descubrimiento de ricos yacimientos petroleros en el Golfo de México, aunque hipotéticamente el objetivo de estos recursos era que se destinaran a la implementación de infraestructura que permitiera el aprovechamiento de los mismos.⁵² Sin embargo, el creciente ascenso de la tasa de interés terminó minando, no sólo la tasa de ganancia de las principales empresas, sino también terminó con la liquidez del estado, el cual el 20 de agosto de 1982, después de haber reembolsado sumas considerables en el curso de los primeros siete meses del año, declaró que el país no estaba en condiciones de continuar los pagos y decretó una moratoria de seis meses, de agosto de 1982 a enero de 1983.

La crisis de la deuda creó el temor de quiebras bancarias en cadena en el mundo desarrollado y alertó a las autoridades mundiales sobre el peligro de que el sistema monetario internacional pudiera derrumbarse. El FMI al percatarse que las reservas de dólares del gobierno mexicano serían insuficientes para cubrir sus desembolsos y una vez después de haberlo consultado con integrantes del Banco de Pagos Internacionales (BIP) y el Banco de Inglaterra, el director del Fondo Monetario Internacional (FMI) comunicó a las autoridades mexicanas que el FMI y BIP estaban dispuestos a prestarles divisas con una doble condición: 1) Que el dinero obtenido por préstamos se destinara a pagar a los bancos privados y, 2) Que aplicaran medidas de choque de ajuste estructural⁵³.

Las medidas de ajuste estructural empleadas por el gobierno mexicano encarecieron aun más el crédito dando como resultado un estancamiento económico, acelerando el desempleo y, llevando a la quiebra a pequeñas y medianas empresas, ya que el Banco de México estaba dispuesto a subir la tasa de interés lo que fuese necesario para evitar la

⁵² De hecho existe una célebre frase de un no tan célebre presidente que dice: *“deberíamos prepararnos para administrar la abundancia”*

⁵³ “A partir de 1982, el pueblo mexicano se desangraba en beneficio de los diferentes acreedores. En efecto, el FMI y el Banco Mundial supieron hacerse reembolsar hasta el último céntimo que habían prestado a México para pagar a los bancos privados. El país se encontraba sometido inexorablemente a la lógica del ajuste estructural.

En un primer momento el tratamiento de choque impuesto en 1982 produjo una fuerte recesión, pérdidas masivas de empleos y una dura caída del poder de compra. Luego, las medidas estructurales se tradujeron en la privatización de centenares de empresas públicas. La concentración de la riqueza y de una gran parte del patrimonio en manos de algunos grandes grupos industriales y financieros mexicanos y extranjeros fue colosal”. Toussaint, Eric (2006), “La crisis de la deuda mexicana y el Banco Mundial” p. 6, artículo de [http:// www.cadtm.org](http://www.cadtm.org).

fuga de capitales. La constante presión del capital financiero para con las empresas, las obligó a elevar el nivel de precios con el fin de obtener recursos para responder por sus pasivos, la escalada de precios no tuvo precedentes, sin lugar a dudas la fuerza de los “pactos”⁵⁴ quedó menguada, y la capacidad del poder ejecutivo para mantener a raya los precios de las mercancías estaba rota.

La nacionalización de la banca fue por mucho una medida que además de salvar a la banca permitía al Estado el control sobre los tipos de cambio, era de esperarse que el debilitado sistema bancario mexicano se encontrara falto de capital para poder continuar con el financiamiento del sistema productivo, de esta forma se vaticinaba la inserción de los bancos extranjeros en México, el cambio estructural y la desregulación del sistema financiero mexicano y, el proceso de desregularización financiera a nivel mundial.

Como se mencionó en el capítulo 2, a partir de la ruptura del sistema Bretton Woods, el sistema financiero se ha caracterizado por una gran incertidumbre respecto a tasas de interés y tipos de cambio. Desde finales de los años sesenta, y ya de manera muy clara en los años setenta, el FMI fue perdiendo participación en la canalización de créditos a nivel internacional y su lugar fue crecientemente ocupado por los grandes bancos transnacionales⁵⁵. También, los destinatarios de los créditos cambiaron. Después de la Segunda. Guerra Mundial los países europeos en reconstrucción eran los receptores de los flujos financieros internacionales, pero en los años setenta los recursos del sistema financiero internacional se canalizaban preferentemente a los países de ingreso medio, que en el caso de América Latina eran Brasil, México y Argentina principalmente.

El incremento de la actividad por parte de los bancos privados fue producto de una paulatina desregulación, es importante mencionar que a lo largo del sistema Bretton Woods, los Estados Nación estaban muy interesados en proteger el negocio bancario nacional buscando siempre que agentes domésticos fueran los encargados de la toma de decisiones de este sector, de hecho se buscó que la intermediación financiera se

⁵⁴ La caída en espiral sufrida por los precios del petróleo en los años ochenta, acarrió un colapso de la economía mexicana, la pérdida de poder adquisitivo del peso motivó la firma en diciembre de 1987 del Pacto de Solidaridad Económica. Dicho acuerdo signado por representantes de los trabajadores, los empresarios y el Estado, en ese entonces con Miguel de la Madrid como presidente (1982-1988), marcó el inicio de una política de contención salarial que se extendió por diez años bajo la firma de diferentes pactos. Esta Política diseñada como pilar para sacar al país de dicha crisis, buscaba controlar el incremento de los precios asfixiando la demanda.

⁵⁵ <http://www.bancomundial.org>

realizara sólo por instituciones locales. El cumplimiento de esta clase de objetivos provocó que las estructuras financieras estuviesen fuertemente reguladas, claro ejemplo de esta clase de situaciones son Japón y Estados Unidos que a lo largo de los años 1960's tenían fuertes bases legales que impedían el asentamiento de instituciones financieras extranjeras, lo mismo ocurría en México.

No obstante, a partir de la crisis financiera de los años 1970's y la imposibilidad del Estado para poder proporcionar certidumbre financiera, se aplicaron diversas medidas para liberalizar los sistemas financieros domésticos y de esta manera evitar la fuga de capitales. Entre las medidas "liberalizadoras" aplicadas están: la eliminación de los techos de las tasas de interés, la flexibilización legal, eliminación de tasas impositivas a las operaciones con valores, disminución en los niveles de capitalización, etc. Asimismo, comenzaron a gestarse mercados supranacionales apuntalados por una serie de innovaciones de carácter informático, antes de la implementación de ordenadores electrónicos las operaciones de negociación de compra-venta de instrumentos financieros debían llevarse a cabo a viva voz, difícilmente un operador podía llevar a cabo más de dos operaciones de manera simultánea, con la puesta en marcha de los primeros ordenadores con fines específicos de compra-venta de títulos no solo se reducían los costos por transacción, si no permitía a un mismo operador llevar a cabo varias operaciones de manera simultánea, sobra pues decir que de esta forma se posibilitó realizar un sin fin de operaciones de un mercado a otro(s) en tiempo real.

Todas estas iniciativas requieren buscar el capital en el ámbito internacional, por lo que deben acceder al crédito. El dinero está conectado en directo con el crédito, pero el papel del crédito es menos conocido que el papel del dinero. El crédito se emite previa prueba circunstancial o de otro tipo de la solvencia y del valor del aval, a la vista del acreedor; por esta razón se dice que se presta a quién demuestra que no lo necesita. El acceso al crédito internacional desempeña un papel importante en el crecimiento económico de las economías domésticas. La capacidad de endeudamiento potencia en gran medida la rentabilidad de las inversiones. La tasa de rentabilidad prevista suele ser más alta que la tasa de interés sin riesgo para justificar la inversión y para buscar un margen de beneficio sobre el endeudamiento. El coste y la disponibilidad del crédito se convierten en elementos importantes a la hora de influir en el nivel de la actividad económica de la empresa y puede constituir una estrategia competitiva.

El surgimiento de una serie de instituciones financieras no bancarias: cajas de ahorro, uniones de crédito, sociedades de inversión, fondos de pensiones, etc., sirvió para incrementar la competencia con la banca comercial en renglones específicos como el factoraje y arrendamiento financiero. La figura del arrendamiento financiero representaba una oportunidad para los negocios que necesitaban allegarse de recursos para la adquisición de activo fijo, sin verse afectados en su liquidez y solvencia, a diferencia de otras fuentes de financiamiento. Por otro lado, el factoraje es un sistema integral de apoyo financiero por medio del cual una empresa de factoraje (factor) compra a un cliente (cedente), que a su vez es proveedor de bienes y servicios, su cartera (clientes, facturas, listados, contra recibos) después de hacerle un estudio de crédito. El cedente debe notificar lo anterior a sus clientes para que el pago se haga al factor. El objetivo claro de realizar estas operaciones financieras es lograr liquidez y un aumento en el capital de trabajo. Estas nuevas figuras abrieron una serie de opciones para ahorradores e inversionista.

Fue de esta forma que las instituciones financieras comenzaron a adquirir cada vez mayores proporciones, pues al no existir un marco normativo que las restringiese, diversificaron sus operaciones y de igual manera sus beneficios empleando la nueva tecnología de la información que les permitía realizar con mucha mayor facilidad operaciones de arbitraje.⁵⁶ Por tanto, paulatinamente se volvió más rentable la inversión en los mercados de valores que en las actividades productivas, y si bien es cierto que esta clase de medidas en algunos casos ayudaron a incrementar los flujos de capital del sistema financiero, lo hicieron a expensas del decremento de los flujos encaminados a las inversiones productivas; no es casualidad que fuera precisamente a partir de estos años que el sector terciario de la economía se viera envuelto en una dinámica de crecimiento sin precedentes. Ahora pues, la liberalización financiera dificulta a las

⁵⁶ Arbitraje en economía es tomar ventaja de una diferencia de precio entre dos o más mercados, un ejemplo de esto ocurre entre el *New York Stock Exchange* y el *Chicago Mercantile Exchange*. Cuando el precio de una acción en el NYSE a su correspondiente contrato futuro en el CME están fuera de sincronización, un inversionista puede comprar el activo más barato y venderlo en el mercado donde el precio es más alto. Puesto que las diferencias entre los precios son usualmente muy pequeñas y no duran mucho, este arbitraje solamente lo pueden hacer inversionistas con enorme poder computacional y con la posibilidad de realizar las transacciones más rápido que cualquier otro participante en el mercado. Adicionalmente, se deben transar grandes volúmenes de activos para obtener una utilidad atractiva.

entidades encargadas de la supervisión del sistema financiero la detección de operaciones sospechosas y/o fraudulentas, de igual manera se mengua la capacidad del banco central para utilizar a los agregados monetarios más importantes como instrumento monetario,⁵⁷ por lo que se vuelve más complejo el poder llevar a cabo una política monetaria de forma autónoma, pero sin lugar a dudas la liberalización incrementa aún más los niveles de riesgo de las instituciones al eliminarse o disminuirse los requerimientos de capitalización. Así, la desregulación financiera abrió la posibilidad de recurrentes crisis bancario-financiero de carácter global, por lo que era de esperarse que al existir una mayor interrelación entre los diversos mercados financieros las variaciones de uno afectarían de una forma u otra al resto de ellos, la lucha por el control del sistema financiero internacional había empezado.

4.2 La modernización del sistema financiero mexicano

A partir de finales de los años 1980's (1988-1989) la economía mexicana francamente debilitada por la constante transferencia de recursos para con sus acreedores internacionales se veía imposibilitada para poder responder a las necesidades de las empresas y trabajadores, se necesitaba financiamiento para poder retomar la dinámica del proceso productivo, era cierto que muchas de las empresas medianas y pequeñas se fueron a la bancarrota, pero las que aún participaban en el mercado necesitaba recursos para financiarse.

La operación de la banca nacionalizada en un contexto desregulado obligó su reprivatización, además de que se hizo una clara diferenciación entre las actividades a realizar por la banca pública y la banca comercial. De ahora en adelante se dispuso que la banca de gobierno debía dejar a un lado las operaciones de carácter comercial, y se puso en marcha la integración de grupos financieros, permitiéndose con ello la integración de diversos intermediarios financieros bajo la tutela de una misma controladora. El objetivo de esta clase de medidas consistía en poder obtener mayores

⁵⁷ Blinder, Alan S. (1998), *El Banco Central: Teoría y Práctica*, España, Antoni Bosch, p. XII... “según Blinder, el banco central abandona a los agregados monetarios como instrumento monetario debido a que la demanda de dinero es inestable y el dinero no está cointegrado con la renta, lo cual implica que la curva IS es la que manda en las decisiones monetarias y el banco central debe elegir los tipos de interés a corto plazo como instrumento monetario”...

niveles de eficiencia en el servicio, de tal suerte que se estuviera preparado para enfrentar la inminente apertura comercial.

Al igual que en el resto del mundo se dieron las condiciones para la liberalización de las operaciones de carácter financiero, principalmente las regulaciones referentes a los topes de las tasas de interés y requerimientos de capitalización. Asimismo se dotó de autonomía al banco central, y paulatinamente se permitió la participación de la banca extranjera. Esta serie de cambios de carácter estructural estaban basados en una serie de cambios en la legislación local aplicable, por lo que las modificaciones iban desde la fundamentación legal de la reprivatización bancaria (modificaciones en la Ley de Instituciones de Crédito) hasta las nuevas leyes referentes al establecimiento de filiales de instituciones financieras del exterior y a la participación de extranjeros en la intermediación financiera y no financiera, las Reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior⁵⁸, y la Ley de Inversión Extranjera⁵⁹.

Al implementarse estos cambios de carácter prudencial, y crearse en 1994 el Comité de Apertura Financiera se formalizaba la apertura del sistema financiero mexicano con el fin de atraer capital y robustecer el sistema y mercado financiero, ambos fuertemente caracterizados por la volatilidad, reflejo de un sistema industrial deficiente. Es importante precisar que estos “capitales”, pueden clasificarse de acuerdo con su objeto específico, los flujos de capital de largo plazo y, los capitales especulativos o de corta duración.

Como parte de este proceso transformador del sistema financiero mexicano se abrió la Cuenta de Capitales de la balanza de pagos, lo cual significaba dejar al mercado de valores en manos de la oferta y la demanda internacional de recursos disponibles, sin implicar necesariamente el incremento de la planta productiva doméstica, ni mucho menos elevar o mantener el nivel de producto. Este conjunto de medidas desregulatorias respondía a las exigencias de los organismos supranacionales, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, que a través del Consenso de Washington habrían de darle un giro significativo al sistema financiero teniendo como base en dos elementos esenciales:

⁵⁸ Abril de 1994.

⁵⁹ 27 de diciembre de 1993.

- La regulación financiera desapareció, a finales de los años 1980's las tasas de interés flotaban de manera libre; se había suprimido el empleo del encaje legal, se realizaban cambios constitucionales pertinentes para permitir la reprivatización de la banca y dotar al Banco Central de autonomía⁶⁰.
- Las reformas “modernizadoras” puestas en marcha permitían la intervención de extranjeros en el sistema financiero, y las instituciones de banca iniciaban un proceso de integración vertical, era pues tiempo de la formación de los llamados grupos financieros.

Los recientes cambios en la estructura y funcionamiento del sistema si bien buscaban atraer recursos, éstos no buscaban insertarse en el sector productivo de la economía mexicana, sino que abrían de aprovechar los recientes cambios en la regulación financiera doméstica para obtener beneficios extraordinarios con los constantes incrementos de la tasa de interés.

El Estado buscó que el proceso de liberalización fuese llevado a cabo de manera gradual para de esta forma dar posibilidad a la banca nacional de consolidarse y competir con el exterior, sin embargo, la creciente presión por la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) obligó a acelerar el proceso de apertura. De esta manera, el proyecto de crecimiento económico basado en financiamiento vía instituciones bancarias domésticas llegaba a su final, su incapacidad para adaptarse a la nueva dinámica de competencia internacional quedaba evidenciada con la crisis financiera de 1994-1995.

4.3 La puesta en marcha del Mex-Der

Las abruptas crisis financieras impactaron profundamente al mercado de valores, el cual desde inicios de la etapa de desregulación y apertura financiera había servido como una fuente de fondeo tanto para las empresas como para el gobierno. La continua

⁶⁰ Solorza, Marcia (2008), “Nueva banca en México. Incorporación de sectores populares al financiamiento” *Economía Informa* (Universidad nacional Autónoma de México Facultad de Economía, México) núm. 255, p. 110.

incertidumbre y volatilidad de los mercados de capitales y dinero dieron pie a una impresionante fuga de capitales en este sector. El gobierno tuvo que emitir una serie de productos denominados híbridos que agrupaban contratos adelantados, por tanto se podían indizar en diversos activos, el petróleo y el tipo de cambio (estos últimos al tener que enfrentarse a los crecientes efectos devaluatorios peso/dólar fueron retirados del mercado).

Los ejemplos más claros de esta clase de operaciones son⁶¹:

- Petrobonos (1977 a 1991), indizados al petróleo calidad Istmo.
- Pagarés (1986 a 1991), indizados al tipo de cambio controlado.
- Tesobonos (1989 a la fecha), indizados al tipo de cambio libre.

Las empresas mexicanas comenzaron a emitir obligaciones y pagarés indizados con el propósito de evitar la fuga de capitales y, ofrecieron rendimientos atractivos a quienes invirtieran en ellos. Sin embargo, la tendencia decreciente de la tasa de ganancia en el sector industrial desde hace más de una década provocó el desvío de los flujos de recursos que paulatinamente se fueron encaminando a las actividades de especulación con valores, ya para 1992 la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) comenzaba a operar *warrants* sobre acciones, cestas e índices, además como producto de la creciente liberalización del mercado de valores en México se comenzaron a realizar diversas operaciones sobre índices y acciones mexicanas en diversas Bolsas de Valores del Mundo. En 1994 se llevaban a cabo un buen número de transacciones sobre opciones sobre acciones mexicanas en las Bolsas de Valores más importantes de los Estados Unidos, *The Chicago Board Options Exchange* y *NYOE New York Options Exchange*, además de las bolsas de Londres y Luxemburgo. Simultáneamente, se celebraban contratos *forward* y *swaps* sobre tipo de cambio, tasas de interés y *commodities*, El contrato de Telmex L resultó uno de los más exitosos de los últimos años. En 1993, en el CBOE, se operaron más de 30 mil millones de dólares en opciones sobre Telmex, importe cercano a 50% de la operación total en acciones en la BMV durante ese año⁶².

⁶¹ [http:// www.mexder.com.mx](http://www.mexder.com.mx)

⁶² *Idem*, p. 15.

Durante 1994 el marco regulador del sistema financiero fue readecuado con objeto de redefinirlo, por lo cual el gobierno determinó varias disposiciones: a) Se modificó el régimen que aplicaba las operaciones de reporto de las casas de bolsa para uniformarlas al de las instituciones de crédito; b) se definieron los límites permisibles para las variaciones derivadas de la cotización de la moneda nacional respecto a otras para proteger el capital de las casas de bolsa; c) se adecuaron las reglas para la colocación de los valores gubernamentales, tales como los requisitos de participación en subastas de colocación primaria y las reglas de propiedad de los títulos en la banca central hasta que el postor pague el precio correspondiente de los valores; d) se publicaron las disposiciones relativas al establecimiento de oficinas de representación de casas de bolsa del exterior; e) en el marco de la instrumentación del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) se autorizó a las casas de bolsa realizar operaciones de compraventa de contado de divisas contra moneda nacional, y de compraventa al contado y a futuro de divisas contra divisas, teniendo como contraparte sólo a las instituciones de crédito, casas de cambio y entidades financieras del exterior; y f) el Banco de México autorizó establecer un mercado extrabursátil de futuros.

En 1995 se autorizaron las operaciones de los mercados de tipo de cambio en relación con los futuros del peso frente al dólar y las opciones de dólares, y el Departamento de Planeación de la BMV diseñó un plan de trabajo para la instrumentación del mercado de opciones y futuros en tres etapas: 1ª) Operación de futuros sobre el dólar, 2ª.) Contratos a futuro del Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa (IPC), y 3ª.) Negociación de las acciones individuales e índices accionarios, así como los futuros sobre las tasas de interés.⁶³

Así, en un mercado financiero desregulado, las operaciones con productos derivados en México desde sus inicios han sido empleadas por el sector público y privado, y la mayoría de ellas se han realizado en mercados *Over the Counter* (OTC), o extra bursátiles, por esta razón es de esperarse que no exista un registro fiable o incluso que no exista registro alguno. Es de esta forma que se gesta el proceso de elevar los niveles de eficiencia del mercado de valores y se busca también dar forma a un mercado de

⁶³ González Arechiga, Bernardo (1995), "Creación del Mercado de Opciones y Futuros en México", *El Mercado de Valores* (Bolsa Mexicana de Valores, México), núm. 6, junio, pp. 42-43.

nuevos productos caracterizados por su ambivalencia, ya que por un lado ofrecen una solución al problema de la incertidumbre, y por otro afectan considerablemente los flujos de recursos encaminados al sector industrial, además de que en muchos casos generan posiciones más riesgosas que las que se tenían en un principio.

No obstante, tocaba a México llevar a cabo todas las políticas de liberalización financiera en tiempo record, y ahora era tiempo de generar los cambios prudentiales necesarios para poder poner en marcha un mercado de productos financieros derivados organizados, de esta forma podría decirse que el sistema financiero mexicano se encontraba totalmente modernizado.

4.4 El Mex-Der

La Bolsa Mexicana de Valores y el INDEVAL⁶⁴ de forma conjunta buscaron llevar la puesta en marcha de un mercado de derivados organizados, por tanto en diciembre de 1996 fueron publicadas en el Diario Oficial de la Federación las “Reglas a que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la constitución y operación de un mercado de productos derivados cotizados en Bolsa”. Estas reglas definen la arquitectura del mercado, las bases corporativas para la constitución de la Bolsa y de su correspondiente Cámara de Compensación y Liquidación, así como las formas de operación de sus participantes. Para mediados de 1997, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores publicó las “Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa”, de esta forma se sentaban las bases legales para la formación un mercado organizado de derivados.

⁶⁴ Indeval es la Institución privada que cuenta con autorización de acuerdo a la Ley, para operar como Depósito Central de Valores, proporcionando los servicios de *Custodia y Administración de Valores*, Guarda física de los valores y/o su registro electrónico en instituciones autorizada para este fin *Operación Nacional* Transferencia electrónica de valores Transferencia electrónica de efectivo Compensación de operaciones y liquidación DVP Liquidación de operaciones (diversos plazos) para el Mercado de Dinero (directo y reporto) y Mercado de Capitales (operaciones pactadas en la Bolsa) Administración de Colaterales *Operación internacional* Liquidación de operaciones en mercados internacionales Administración de derechos patrimoniales de emisiones extranjeras Administración de impuestos sobre acciones estadounidenses. <http://www.indeval.com.mx>

4.5 La Bolsa de futuros y opciones del Mex-Der

4.5.1 Futuros

Sin lugar a duda el mercado de futuros juega un papel esencial dentro del Mex-Der, tan solo el volumen de sus operaciones representa poco más del 99% de la actividad de este mercado en su conjunto, los diferentes subyacentes bajo cuales se encuentran listados sus productos son los siguientes:

- Divisas: Futuros sobre dólar de Estados Unidos, el tamaño del contrato es de 10 mil dólares americanos, el periodo del contrato es de un ciclo mensual hasta por tres años y Euro, en este caso el tamaño del contrato es de 10 mil euros, el periodo del contrato es de un ciclo mensual hasta por un año.
- Deuda y/o Tasas: Futuros sobre tasa de interés interbancaria de equilibrio a 28 días (TIIE), el tamaño del contrato es de 100 mil pesos su periodo corresponde a un ciclo mensual por 5 años. Futuros sobre CETES (Certificados de la Tesorería) el tamaño del contrato equivale a 100 mil pesos y el periodo corresponde a un ciclo mensual de 12 meses y 24 trimestres. Futuros sobre bonos de 3, 10 y 20 años (M3, M10, M20) todos ellos bonos de desarrollo del Gobierno Federal a tasa fija de 3, 10 y 20 años respectivamente la liquidación de estos es en especie y el tamaño del contrato es de 100 mil pesos, el periodo corresponde a un ciclo trimestral hasta por 3 años, Futuros sobre UDIS, el tamaño del contrato es de 50mil UDIS, con un ciclo de 12 meses y 16 trimestres. Futuros sobre Swaps de TIIE a plazo de 2 y 10 años, ambos contratos con un valor nominal de un millón de pesos
- Índices: Futuros sobre Índices de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. El tamaño del contrato es diez pesos multiplicado por el valor del IPC, su periodo es de un ciclo bimestral hasta por un año.

- Acciones: Futuros sobre las Acciones más Bursátiles en la Bolsa Mexicana de Valores⁶⁵, estas tienen un tamaño de 100 acciones con un precio trimestral ordinarios.

De los contratos de futuros los que son más negociados son el contrato de TIIIE a 28 días y el contrato de CETES a 91 días, podría decirse que estos dos contratos representan la totalidad del mercado de futuros organizados, su valor nocional más alto se presenta en 2006 y es de cerca de 26.5 billones de pesos, el incremento el volumen de contratos negociados puede explicarse por la mayor presencia de intermediarios financieros extranjeros en el mercado financiero doméstico (véase cuadro 4).

Cuadro 4
Mercado de Futuros del Mex-Der
Valor nocional (billones de pesos)

Producto	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*/
US	0.02	0.01	0.01	0.22	0.32	0.66	0.35	0.36	0.16
EURO					0.00	0.01	0.00	0.01	0.01
DIVISAS	0.020	0.005	0.009	0.223	0.324	0.670	0.355	0.369	0.170
IPC	0.00	0.00	0.02	0.04	0.06	0.13	0.29	0.29	0.13
INDICE	0.002	0.003	0.016	0.038	0.061	0.132	0.285	0.288	0.134
CETES 91	0.09	0.35	1.12	0.25	0.44	0.32	0.28	0.40	0.29
TIIIE 28	1.67	8.00	16.11	19.83	9.91	26.24	21.92	5.75	2.52
SWAP a 10 años								0.16	0.04
SWAP a 2 años									0.01
Bono M3	0.00	0.00	0.00			0.00	0.02	0.00	0.01
Bono M10			0.00	0.03	0.03	0.05	0.00	0.31	0.18
Bono M20									0.00
UDI				0.00			0.13		
TASAS	1.758	8.352	17.232	20.103	10.377	26.616	22.355	6.628	3.054
America L				0.000			0.000		
Cemex CPO	0.001				0.000	0.000			
Femsa UBD									
GCarso A1									
Telmex L				0.000	0.000				
ACCIONES	0.00090	0.00000	0.00000	0.00003	0.00008	0.00002	0.00000	0.00000	0.00000
TOTAL	1.781	8.360	17.257	20.364	10.762	27.418	22.995	7.285	3.358

Fuente: elaboración propia en base en [http:// www.mexder.com.mx](http://www.mexder.com.mx)

*/ Datos a julio 2009

⁶⁵ Las acciones utilizadas para esta clase de contratos son: América Móvil, Cemex CPO, FEMSA UBD, Gcarso AI, Telmex L.

4.5.2 Opciones

Para finales de marzo de 2004, se pone en marcha la operación de opciones con la finalidad de complementar al mercado de futuros, el Mex-Der para desarrollar el mercado de opciones, se asoció con el Mercado Español de Futuros y Opciones, mismos que posee el 7.5% de las acciones del Mex-Der, los subyacentes de estos contratos son los siguientes:

- Índices, opciones sobre futuros del IPC, el tamaño del contrato es de 10 pesos, multiplicados por el precio o prima del contrato de opción, el estilo del contrato es europeo, el ciclo del mismo puede ser trimestral y la duración máxima del mismo es de hasta un año.
- Divisas, Dólar de Estados Unidos de América, tamaño del contrato es de 10 mil dólares, el estilo del contrato es de tipo americano, el ciclo es trimestral y la duración máxima del mismo es de hasta un año.
- Acciones, América Móvil, Cemex CPO, GMéxico B, Naftrac 02, Televisa CPO, Walmex V, el tamaño del contrato es de 100 acciones y el tipo de contrato es tipo americano, el ciclo es trimestral y puede durar hasta un año.

Sin embargo, para que el mercado de opciones pueda complementar al mercado de futuros debe existir una condición previa, misma que consiste en el incremento de operaciones de futuros sobre acciones o sobre índices, ya que de no existir un incremento significativo de esta clase de operaciones, el complemento de las mismas se mantendrá estancado o con escasas tasas de crecimiento como hasta la fecha se han presentado.

4.6 Las empresas mexicanas y el Mex-Der

Hoy en día 130 empresas cotizan en la Bolsa Mexicana, todas ellas con riesgos latentes ligados al abasto de materias primas, tasas de interés, divisas, o precio de acciones, no obstante algunas de ellas con mayores niveles de riesgos que otras por su carácter trasnacional, es cierto también que la cobertura del mercado de derivado a nivel

nacional se encuentra acotado a las coberturas que este ofrece, ninguna de ellas ligada al sector productivo de manera directa, es decir, la bolsa organizada de derivados no ofrece productos cuyo subyacente sea un commodity. Es importante destacar que las empresas que tienen carácter multinacional requieren de esta clase de instrumentos, BIMBO, por ejemplo debe tener certidumbre en cuanto a los precios de materias primas como el trigo, CEMEX, debe garantizar el abasto de combustible de su flota, sólo por mencionar algunos ejemplos. De acuerdo al estudio de Morales Castro⁶⁶, referente a las empresas que cotizan en bolsa y emplean instrumentos financiero derivados, cuando menos 19 empresas de los diferentes sectores que integran a las 130 que actualmente cotizan en bolsa utilizan derivados para mitigar sus posiciones de riesgo (véase cuadro 5).

Cuadro 5
Instrumentos financieros usados por las empresas

Núm.	Empresa	Instrumento derivado	Cobertura
1	BIMBO	Swaps	Tasa de interés y divisas.
		Futuros	Trigo
2	GMODELO	OTC Swaps	Divisas: Euro, Dólar, Gas Natural
3	HERDEZ	Futuros	Materias primas
		Forward	Divisas
4	MINSA	Forwards	Gas Natural, Maíz
5	GMODERN	Swaps	Tasa de interés de pasivos

⁶⁶ Morales Castro, José Antonio (2009) “El Mercado Mexicano De Derivados en La Administración Financiera de las Empresas Mexicanas que cotizan en La Bolsa Mexicana de Valores” (Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Contaduría, México).

6	AUTLAN	1. Forwards de divisa. 2. Fx Options. 3. Forward con opciones de divisa.	Tipo de cambio y precios de materias primas. La mayoría de las operaciones las realiza con mercados privados o extrabursátiles y también trabaja con instituciones financieras internacionales, aunque también trabaja con instituciones nacionales.
7	CABLE	Swaps	Son utilizados como COBERTURA y también como NEGOCIACIÓN. Tasas de interés e inflación, tipos de cambio en monedas extranjera tanto en México como en el extranjero.
8	COMERCI	OTC	Contratados con fines de negociación, sin embargo al 3er. Trimestre no posee instrumentos financieros derivados.
9	GEUPEC	Swaps de tasas de interés	Para garantizar el pago de la deuda que tiene contratada
10	GISSA		Contratados con fines de cobertura de RIESGOS y de NEGOCIACIÓN
11	GRUMA		Para cobertura de cambios de precios de materia prima
12	ICH	Swaps	Asegurar precios de Gas Natural. El consejo de administración autoriza el uso de los instrumentos financieros derivados. Las coberturas se hacen directamente con PEMEX.
13	MASECA		Flujos de efectivo
14	MEXCHEM	1. Coberturas de intereses. 2. Swaps 3. Coberturas de Gas Natural	Mitigar la volatilidad de precios de ciertas materias primas, riesgos de tasas y tipo de cambio. En el caso del Gas natural lo tiene contratado con PEMEX.
15	PE&OLES	Forwards, Swaps y opciones	Precios de los metales (plata, oro, zinc, plomo y cobre), energéticos, tasas de interés, tipos de cambio o el valor de los activos o pasivos financieros. Estrategias que maneja:

			venta/compra forward, compra de opciones PUT
16	SAN LUIS	OTC	Asegurar el precio del Gas natural con GAS Y SERVICIOS DEL NORTE
17	SIMEC	Swaps	Certidumbre a los precios del gas natural
18	VASCONI	IFD	Cobertura de precio de aluminio y de gas natural y tipo de cambio del peso frente al dólar
19	VITRO	Swaps y opciones	Asegurar el precio del Gas Natural con PEMEX

Fuente. Elaboración propia con base a: Morales Castro, José Antonio (2009), "El Mercado Mexicano De Derivados en La Administración Financiera de las Empresas Mexicanas que cotizan en La Bolsa Mexicana de Valores" (Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Contaduría y Administración, México).

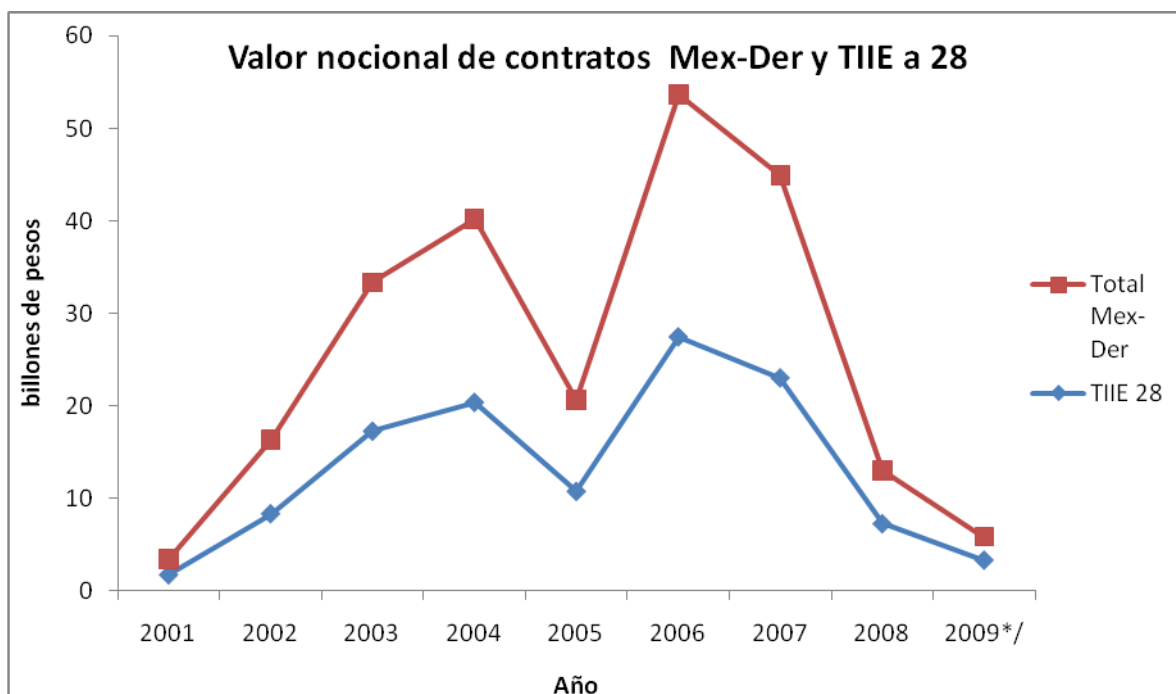
Cuadro 6. Empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

N°	Acción	Empresa	Sector 2008	Sector 2009	N°	Acción	Empresa	Sector 2008	Sector 2009	N°	Acción	Empresa	Sector 2008	Sector 2009
1	ACCELSA	ACCEL, S.A.B DE C.V.	Control.	Indust.	46	GAP	GPO AROPECUARIO PACIFICO,S.A.B DE C.V.	CT	Indust.	91	MEDICA	MEDICA SUR,S.A.B. DE C.V.	CT	S
2	AGRIEXP	AGRO INDUSTRIAL EXPORTADORA,S.A DE C.V	ABT	PCF	47	GBM	CORPORATIVO GBM,S.A.B DE C.V.	SF		92	MEGA	MEGACABLE HOLDINGS,S.A.B. DE C.V.	CT	ST
3	AHMSA	ALTOS HORNOS DE MEXICO,S.A. DEC.V.	ITS	Mat.	48	GCARSO	GRUPO CARSO,S.A.B DE C.V.	Control.	Indust.	93	MEXCHEM	MEXICHEM,S.A.B. DE C.V.		Mat.
4	ALFA	ALFA, S.A.B DE C.V.	Control.	Indust.	49	GCC	GPO CEMENTOS CHIHUAHUA,S.A.B. DE C.V.	ICC	Mat.	94	MINSA	GRUPO MINSA,S.A.B. DE C.V.	ABT	PCF
5	ALSEA	ALSEA, S.A.B DE C.V.	CC	SBCNB	50	GENSEG	GENERAL DE SEGUROS,S.A.B	FIN	SF	95	NUTRISA	GRUPO NUTRISA,S.A. DE C.V.	ABT	PCF
6	AMX	AMERICA MOVIL, S.A.B DE C.V	CT	ST	51	GEO	CORPORACION GEO,S.A.B DE C.V.	IC	Indust.	96	OMA	GPO AEROPUERTARIO CTRO NTE, S.A.B. DE C.V.	CT	Indust.
7	ARA	CONSORCIO ARA, S.A.B DE C.V	IC	Indust.	52	GEUPEC	GPO EMBOTELLADORAS UNIDAS,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	97	PASA	PROMOTORA AMBIENTAL,S.A.B. DE C.V.	CT	Indust.
8	ARCA	ENBOTELLADORAS ARCA, S.A.B DE C.V	ABT	CF	53	GFAMSA	GRUPO FAMSA,S.A.B DE C.V.	CC	SBCNB	98	PATRIA	REASEGURADORA PATRIA,S.A.	SyGF.	SF
9	ARISTOS	CONSORCIO ARISTOS, S.A DE C.V	CT	SBCNB	54	GFINBUR	GRUPO FINANCIEROINBURSA, S.A.B DE C.V.	SyGF.	SF	99	PE&OLES	INDUSTRIAS PEÑOLES,S.A.B. DE C.V.	ITM	Mat.
10	ASUR	GPO AEROPUERTARIO SURESTE,S.A.B. DE C.V.	CT	Indust.	55	GFINTER	GPO FINANCIERO INTERACCIONES,S.A. DE C.V	SyGF.	SF	100	PINFRA	PROM. OPERADORA INFRAESTR,S.A.B. DE C.V.	IC	Indust.
11	AUTLAN	COMPAÑIA MINERA AUTLAN,S.A.B DE C.V.	ITM	Mat.	56	GFMULTI	GRUPO FINANCIERO MULTIVA,S.A.B	SyGF.	SF	101	POCHTEC	GRUPO POCHTECA,S.A.B. DE C.V.	Control.	Mat.
12	AXTEL	AXTEL,S.A.B DE C.V.	CT	ST	57	GFNORTE	GPO FINANCIERO BANORTE,S.A.B DE C.V.	SyGF.	SF	102	POSADAS	GRUPO POSADAS, S.A.B. DE C.V.	CT	SBCNB
13	BACHOCO	INDUSTRIAS BACHOCO, S.A.B. DE C.V	ABT	CF	58	GIGANTE	GRUPO GIGANTE,S.A.B DE C.V.	CC	PCF	103	PROCORP	SOC. DE INV. DE CAP DE RIESGO	Control.	SF
14	BAFAR	GRUPO BAFAR, S.A. DE C.V	ABT	CF	59	GISSA	GRUPO INDUSTRIAL SALTILLO,S.A.B DE C.V.	Control.	Indust.	104	PYP	GPO PROF PLANEACIÓN Y PROYECTOS,S.A. DE C	IC	Indust.
15	BBVA	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A	SyGF	SF	60	GMACMA	GRUPO MAC MA,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	105	Q	QUALITAS COMPAÑIA DE SEGUROS, S.A. DE C.V.	SyGF.	SF
16	BEVIDES	FARMACIAS BENAVIDES,S.A.B DE C.V.	CC	Salud.	61	GMARTI	GRUPO MARTTI,S.A.B.	CC	SBCNB	106	QBINDUS	Q.B. INDUSTRIAS,S.A DE C.V.	ITQ	Mat.
17	BIMBO	GRUPO BIMBO,S.A.B. DE C.V.	ABT	PCF	62	GMD	GPO MEXICANO DE DESARROLLO, S.A.B	IC	Indust.	107	QUMMA	GRUPO QUMMA, S.A. DE C.V.	IT	ST
18	BOLSA	BOLSA EXICANA DE VALORES,S.A.B. DE C.V.	SyGF	SF	63	GMDR	GMD RESORTS,S.A.B.	IC	Indust.	108	RCENTRO	GRUPO RADIO CENTRO, S.A.B. DE C.V.	CT	ST
19	C	CITIGROUP INC.	SyGF	SF	64	GMEXICO	GRUPO MEXICO,S.A.B DE C.V.	MIN	Mat.	109	REALTUR	REAL TURISMO S.A. DE C.V.	CT	SBCNB
20	CABLE	EMPRESAS CABLEVISION,S.S DE C.V.	CT	ST	65	GMODELO	GRUPO MODELO,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	110	SAB	GRUPO CASA SABA, S.A.B. DE C.V.	CC	S
21	CEL	GRUPO IUSACELL,S.A DE C.V.	CT	ST	66	GMODERN	GRUPO LA MODERNA,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	111	SAN	BANCO SANTANDER, S.A.	SyGF.	SF
22	CEMEX	CEMEX, S.A.B. DE C.V.	ICC	Mat.	67	GNP	GRUPO NACIONAL PROVINCIAL,S.A.B	SyGF.	SF	112	SANLUIS	SAN LUIS CORPORACIÓN, S.A. DE C.V.	Control	SBCNB
23	CERAMIC	INTERNACIONAL DE CERAMICA,S.A.B DE C.V.	ICC	Indust.	68	GOMO	GRUPO COMERCIAL GOMO,S.A. DE C.V.	CC	SBCNB	113	SANMEX	GRUPO FINANCIERO SANTANDER, S.A.B. DE C.V.	SyGF.	SF
24	CICSA	CARSO INFRAESTRUCTURA Y CONST,S.A.B DE C.V	Control.	Ind.	69	GPH	GRUPO PALACIO DE HIERRO,S.A.B DE C.V.	CC	SBCNB	114	SARE	SARE HOLDING, S.A.B DE C.V.	ICV	Indust.
25	CIDMEGA	GRUPE,S.A.B DE C.V.	CT	SBCNB	70	GPROFUT	GRUPO PROFUTURO,S.A.B DE C.V.	SyGF.	SF	115	SAVIA	SAVIA, S.A. DE C.V.	ABT	CF
26	CIE	CORP INTERAMERICANA ENTRET,S.A.B DE C.V.	Control.	SBCNB	71	GRUMA	GRUMA,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	116	SIMEC	GRUPO SIMEC, S.A.B. DE C.V.	ITS	Mat.
27	CMOCTEZ	CORPORACIÓN MOCTEZUMA,S.A.B. DE C.V.	ICC	Mat.	72	HERDEZ	GRUPO HERDEZ,S.A.B. DE C.V.	ABT	PCF	117	SORIANA	ORGANIZACIÓN SORIANA, S.A.B. DE C.V.	CC	PCF
28	CMR	CMR,S.A.B DE C.V.	CT	SBCNB	73	HILASAL	HILASAL MEXICANA S.A.B DE C.V.	ITT	SBCNB	118	TEKCHEM	TEKCHEM,S.A.B. DE C.V.	ITQ	Mat.
29	CNCI	UNIVERSIDAD CNCI, S.A DE C.V.	CT	SBCNB	74	HOGAR	CONSORCIO HOGAR,S.A.B DE C.V	ICV	Indust.	119	TELECOM	CARSO GLOBAL TELECOM, S.A.B. DE C.V	CT	ST
30	CODUSA	CORPORACION DURANGO,S.A.B. DE C.V.	ITPyC	Mat.	75	HOMEX	DESARROLLADORA HOMEX,S.A.B DE C.V.	ICV	Indust.	120	TELINT	TELMEX INTERNACIONAL, S.A.B. DE C.V.	CT	ST
31	COLLADO	G COLLADO,S.A.B. DE C.V.	CT	Mat.	76	IASASA	INDUSTRIA AUTOMOTRIZ,S.A.DE C.V.	ITT	SBCNB	121	TELMEX	TELEFONOS DE MEXICO, S.A.B. DE C.V.	CT	ST
32	COMERCI	CONTROLADORA COM MEXICANA,S.A.B DE C.V.	CT	CF	77	ICA	EMPRESAS ICA,S.A.B. DE C.V.	IC	Indust.	122	TELEVIS	GRUPO TELEVIS, S.A.	CT	ST
33	COMPART	BCO COMPARTAMOS,S.A..INST BANCA MULTIPLE	SyGF.	SF	78	ICH	INDUSTRIAS CH,S.A.B. DE C.V.	ITM	Mat.	123	TMM	GRUPO TMM, S.A.		Indust.
34	CONTAL	GRUPO CONTINENTAL, S.A.B	ABT	PCF	79	IDEAL	IMPULSORA DES EMPLEO EN A. L.,S.A.B. DE C.	Control.	Indust.	124	TS	TENARIS S.A.	ITS	S.A.
35	CONVER	CONVERTIDORA INDUSTRIAL, S.A.B DE C.V.	ITM	Mat.	80	INVEX	INVEX CONTROLADORA,S.A.B. DE C.V.	SF		125	TVAZTCA	TV AZTECA, S.A. DE C.V.	CT	ST
36	CYDSASA	CYDSA,S.A.B DE C.V	Control.	Mat.	81	IXEGF	IXE GRUPO FINANCIERO,S.A.B. DE C.V.	SyGF.	SF	126	URBI	URBI DESARROLLOS URBANOS, S.A.B DE C.V.	ICV	Indust.
37	DINE	DINE, S.A.B DE C.V	ICC	Ind.	82	KIMBER	KIMBERLY-CLARK DE MEXICO S.A.B. DE C.V.	ITPyC.	PCF	127	VALUEGF	VALUE GRUPO FINANCIERO, S.A. DE C.V.	SyGF.	SF
38	EDOARDO	EDOARDOS MARTIN, S.A.B DE C.V.	CC	SBCNB	83	KOF	COCA-COLA FEMSA, S.A.B. DE C.V.	ABT	PCF	128	VASCONI	GRUPO VASCONIA S.A.B.	IT	SBCNB
39	ELEKTRA	GRUPO ELEKTRA,S.A. DE C.V.	CC	SBCNB	84	KUO	GRUPO KUO, S.A.B. DE C.V.	Control.	Indust.	129	VITRO	VITRO, S.A.B. DE C.V.	ITMNM	Mat.
40	FEMSA	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO,S.A.B DE C.V.	ABT	PCF	85	LAB	GENOMMA LAB INTRENACIONAL, S.A.B. DE C.V.	S		130	WALMEX	WALT- MART DE MEXICO,S.A.B. DE C.V.	CC	PCF
41	FINAMEX	CASA DE BOLSA FINAMEX,S.A.B DE C.V.		SF	86	LAMOS	GRUPO LAMOS, S.A.B. DE C.V.	IC	Indust.					
42	FINDEP	FINANCIERA INDEP,S.A.B.DE C.V. SOFOM,E.N.R	SyGF.	SF	87	LASEG	LA LATINOAMERICANA SEGUROS,S.A.		SF					
43	FRAGUA	CORPORATIVO FRAGUA,S.A.B DE C.V.	COM	S	88	LIVELPOL	EL PUERTO DE LIVERPOOL, S.A.B. DE C.V.	CC	SBCNB					
44	FRES	FRESNILLO PLC	ITM	Mat.	89	MASECA	GRUPO INDUSTRIAL MASECA, S.A.B. DE C.V.	ABT	CF					
45	GAM	GRUPO AZUCARERO MÉXICO,S.A. DE C.V.	ABT	PCF	90	MAXCOM	MAXCOM TELECOM, S.A.B. DE C.V.	CC	ST					

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

Una vez analizado el cuadro 5, podemos realizar una serie de observaciones respecto al uso de instrumentos derivados y las empresas mexicanas. En la mayoría de los casos estas buscan asegurar su abasto de materias primas, por lo que han tenido que recurrir a otros mercados de productos financieros para adquirir contratos de *commodities*, sobre: trigo, maíz, aluminio, gas, etc. , es cierto que también utilizan derivados para protegerse de cambios en la tasa de interés y en el tipo de cambio, especialmente a cambios en la tasa de interés, la siguiente grafica muestra el valor nominal del total de contratos del Mex-Der y el valor nominal del contrato de futuro de TIIE a 28 días (véase figura 2).

Figura 2
Contrato de TIIE a 28 días y volumen total de contratos negociados en mexder.



Fuente: elaboración propia en base a <http://www.mexder.com.mx>

De igual manera emplean instrumentos de carácter extrabursátil u OTC, esto implica un nivel mayor de riesgo en esta clase de transacciones y las implicaciones de la misma en los entes productivos, la utilización de derivados en otros mercados incluso los extra bursátiles implica oportunidades de desarrollo para el mercado organizado de derivados doméstico, ofreciendo contratos a las empresas para la administración de esa clase de riesgos. No obstante es una tarea complicada, pues el desarrollo de esta clase de contratos implica disponer de la producción del activo subyacente para poder poner en

marcha esta clase de instrumentos. Parece ser que el único producto que en este mercado puede ofrecerse es el ligado al negocio bancario y a la especulación.

4.7 Resumen Ejecutivo

En México la creación del Mercado de Derivados, inició en 1994 cuando la BMV y la S.D. Indeval se comprometen en la creación de este mercado. La bolsa de opciones y futuros se denomina MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V y la cámara de compensación de derivados se denomina Asigna, Compensación y Liquidación.

Además, siguiendo las recomendaciones de los organismos internacionales y las propias estrategias de desarrollo del Mercado Mexicano de Valores, se logró la centralización de los procesos administrativos y de liquidación de todos los títulos negociados en el mercado de valores, incluyendo los títulos gubernamentales y la conexión en tiempo real entre la Bolsa y el depósito de valores. Además, se incorporaron intermediarios internacionales en la Bolsa Mexicana de Valores y se desarrollaron los sistemas de ventas en corto y préstamo de valores y se aplicó la valuación diaria de instrumentos de capital y de deuda mediante proveedores de precios.

El surgimiento del Mercado Mexicano de Derivados representó un avance considerable en cuanto a aplicación de mecanismos de administración de riesgos; siendo MexDer y Asigna las primeras instituciones autorreguladas; lo cual contribuyó a mejorar las condiciones de competitividad internacional de todo el mercado de valores y contar con recursos eficientes de cobertura, apalancamiento y formación de precios. Así, el Mercado Mexicano de Derivados, MexDer, y su Cámara de Compensación ASIGNA iniciaron operaciones en diciembre de 1998 y el 15 de abril de 1999 se oficializó la apertura del MexDer, bajo la supervisión de Banco de México la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, dando inicio a una nueva era en la negociación de valores. Los productos derivados son instrumentos que contribuyen a la liquidez, estabilidad y profundidad de los mercados financieros; generando condiciones para diversificar las inversiones y administrar riesgos. Los beneficios de los productos derivados, pueden ser aplicables en los siguientes casos:

- Importadores que requieran dar cobertura a sus compromisos de pago en divisas.
- Tesoreros de empresas que busquen protegerse de fluctuaciones adversas en las tasas de interés.
- Inversionistas que requieran proteger sus portafolios de acciones contra los efectos de la volatilidad.
- Inversionistas experimentados que pretendan obtener rendimientos por la baja o alza de los activos subyacentes.
- Empresas no financieras que quieran apalancar utilidades.
- Deudores a tasa flotante que busquen protegerse de variaciones adversas en la tasa de interés, entre otros.

Hoy en día, las operaciones diarias en los mercados de derivados a nivel mundial alcanzan cifras espectaculares que rebasan los miles de millones de dólares y se está incrementando de manera continua en los últimos años.

No obstante el mercado organizado de derivados presenta una serie de carencias producto de la fragilidad del mercado de valores, producto de la crisis del aparato productivo nacional y la desregulación del sistema financiero, es cierto que aún quedan algunas empresas con potencia exportadora y algunas de ellas, tristemente no todas, poseen peso trasnacional, situación por la cual necesitan cubrir con mayor ahínco sus posibles posiciones de riesgo, lamentablemente la estructura del mercado de derivados es insuficiente en cuanto a la gama de productos disponibles para sus usuarios, en las reflexiones finales abordaremos esta cuestión con mayor amplitud y profundidad.

Consideraciones Finales

El mercado de capitales como parte del sistema financiero juega un papel de vital importancia para la economía en su conjunto. Sus funciones son: canalizar recursos de las entes superavitarias a las entes deficitarias, y de esta forma incrementar el nivel de producción, ya que en teoría las entes deficitarias emplearan esos recursos para la puesta en marcha de proyectos productivos, no obstante existen diversas entes deficitarias y por tanto diversos proyectos productivos con impactos diferentes en la economía real.

La participación del Estado en el mercado de capitales se da no solo a través de la regulación que ejerce mediante las diversas instituciones de supervisión y vigilancia, si no por medio de la influencia que puede tener con la emisión de sus diversos instrumentos de deuda. En el caso mexicano los CETES son uno de los principales instrumentos negociados en el mercado de valores, sobra decir que su tasa de rendimiento es empleada como tasa de referencia para otra clase de operaciones.

La diversidad de productos financieros permite robustecer el número de posibilidades de inversión para los usuarios del mercado de valores, y así éste adquiere un mayor volumen y profundidad. Por tanto, el mercado de capitales es donde sector público y sector privado logran fondearse para mantener la marcha del ciclo económico.

La historia del mercado de capitales de nuestro país es relativamente reciente si la contrastamos con otras naciones, su “consolidación” es reflejo de la certidumbre económica de la posguerra durante la vigencia del Sistema Bretton Woods implantado por Estados Unidos. Este sistema monetario y financiero estaba basado en la convertibilidad oro-dólar, misma que favoreció el desarrollo de tasas de interés con altos márgenes de certidumbre facilitando el libre tráfico de productos y materias primas. Además, Bretton Woods sentó las bases para la transformación de las relaciones comerciales entre los países, se pasó de las transacciones internacionales a los grandes conglomerados.

En el periodo de posguerra, Europa Occidental en menos de 15 años recobró su papel preponderante en el entorno económico internacional, los europeos comenzaron a

cambiar sus dólares por oro minando la confianza en el dólar, pilar del sistema, por lo cual las monedas europeas comenzaron a revaluarse ya que el flujo de mercancías se había diversificado, y con esto presionaron la estabilidad cambiaria de la época. El déficit de Estados Unidos, producto de la guerra de Vietnam, terminó por hundir la confianza del mundo occidental, la devaluación del dólar frente al oro era evidente, debilidad que sirvió para constantes ataques especulativos de divisas europeas, la caída del patrón dólar-oro, significó el fin de la certidumbre financiera a nivel global, los flujos de capitales que si bien hasta ese entonces se canalizaron en buena parte a la economía real, a partir de ese momento se orientaron a la especulación y la obtención de ganancias ilimitadas que sólo podía darse en el aparato financiero.

La crisis del petróleo de los años setentas mino de manera definitiva el sistema económico imperante, los países del tercer mundo, productores de materias primas por excelencia, se enfrentaron a los devenires de oferta y demanda de mercado, los precios de las materias primas se tornaron inciertos. La incertidumbre se volvió una variable a la cual se enfrentaron las empresas y los inversionistas, y el mercado de capitales y el sistema financiero dieron un vuelco para retomar la idea de los productores agrícolas de Chicago.

La inserción del mercado de futuros respondió sin lugar a dudas a una necesidad histórica. Su existencia tuvo un fin específico, aminorar las posibles posiciones de riesgo a las cuales debían de enfrentarse los entes productivos, y con esto asegurarles en cierta medida tanto tasa de interés, tipo de cambio, y abasto de materias primas, por tanto el que las empresas redujeran sus pérdidas de manera significativa dependía del correcto empleo de esta clase de instrumentos, mismos que paulatinamente fueron transformándose para ir cubriendo necesidades específicas a partir del giro de cada uno de los sectores de la industria e incrementar ganancias para los especuladores del mercado de valores.

El empleo de tecnología de la información trajo consigo un aumento exponencial en el número de transacciones realizadas en los diversos mercados de valores, las operaciones se realizaban en tiempo real y de manera simultánea en diversas partes del mundo, facilitando de esta forma la especulación y el arbitraje.

Una característica importante de los instrumentos financieros originados después de la quiebra del sistema Bretton Woods, fue la comercialización de los mismos, ya que estos podían negociarse en bolsas organizadas, mismas que proporcionaron a los inversionistas certidumbre y confianza pues cuentan con una regulación tanto externa como interna. En cambio, en el mercado extra bursátil, es decir entre particulares que negocian y pactan un contrato entre ambas partes donde cada una de ellas se compromete a vender cierta cantidad de un bien y la otra a adquirirlo a determinado precio (ejemplo de un forward o contrato adelantado) no existe ninguna marco regulatorio, por tanto los niveles de riesgo son mucho más altos, pero permite a ambas partes cubrir situaciones específicas que los contratos negociados en las bolsas organizadas no permitirían, pues en él los contratos están estandarizados tanto en precio y cantidad como el propio activo subyacente.

Para principios de los años ochenta estos instrumentos de cobertura fueron conocidos con el nombre de productos financieros derivados, se dice que son derivados porque su cotización deriva de otro activo denominado activo subyacente, los principales activos utilizados para esta clase de instrumentos son: las acciones, divisas, índices accionarios, materias primas, tasas de interés. Otra clasificación de los mismos tiene que ver con los derechos que otorgan y por la forma en que son liquidados.

Por otro lado, los valores nominales que esta clase de contratos pueden llegar a representar son sumamente altos, sin implicar que necesariamente tengan que liquidarse esos montos, pero si nos sirve para mantener la atención en estos instrumentos pues su impacto en el mercado de valores, dado los inmensos montos que manejan pueden provocar inflación financiera, misma que se traduce en una crisis del mercado de valores y por ende del sistema económico en su conjunto. Basta con echar un vistazo a 2008, la ruptura del mercado de valores en los Estados Unidos significó una contracción de toda la actividad económica a nivel global.

En México el mercado organizado de derivados está constituido por el mexder, la bolsa de derivados, y Asigna, su cámara de compensación y liquidación, los principales productos que este mercado ofrece a los inversionistas y empresas son futuros sobre tasas, acciones, índices y divisas, siendo el contrato de TIIIE a 28 días, el de mayor volumen negociado, por si solo este contrato representa poco más del 93% del total de

contratos negociados en el mexder, le sigue el contrato de CETE a 91 días. Por lo que respecta al mercado de opciones, su participación en el volumen total de operaciones en el mexder es escaso, debido que como complemento del mercado de futuros está enfocado principalmente a cubrir operaciones sobre índices y acciones, mismas que en el mercado de futuros son las de menor envergadura.

Una característica del mercado de derivados doméstico es sin lugar a dudas su escaso nivel de penetración en las empresas mexicanas misma que deben acudir a otros mercados para asegurar su abasto de materias primas mediante contratos de futuros o *forwards*, o incluso acuden al mercado extrabursátil para aminorar sus posiciones de riesgo. Es claro que el mexder no se encuentra en condiciones de mitigar esta clase de riesgos mediante la implementación de un contrato de *commodity*, pues la puesta en marcha de un contrato de este tipo significaría la disposición de la producción del mismo.

Pareciera ser que después de las medidas liberalizadoras de finales de los años 1980's del siglo pasado la insuficiencia en la producción de materias primas, productos manufacturados, etc., se ha profundizado debido a que esta serie de políticas han minado la autosuficiencia de la economía real en México. Ante esta situación, es claro que la puesta en marcha del mercado de derivados robustece el mercado de valores en su conjunto y da una connotación de modernidad al sistema financiero, pero la clase de instrumentos que en él se negocian tienen poco o nada que ver con la economía real mexicana, por lo que dan la impresión de que la función primordial de su existencia favorece la especulación de la inversión extranjera indirecta y de los pocos inversionistas mexicanos.

Bibliografía

ADELL, RAMÓN Y KETTERER, JOAN ANTHONY (2000), *Gestión de tesorería con futuros financieros*, Chile, Gestión Editorial.

ALEXANDER, GORDON Y SHARPE (1990), *Investment*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.

ARANDA IZGUERRA, JOSÉ (1991), *Economía y agricultura en México, 1980-1990. Antecedentes y perspectivas*, México, Centro de Estudios Históricos del Agrarismo en México (CEHAM).

BARALLAT, LUIS (1988), “Los contratos de futuros como gestión de riesgo de interés”, *Estrategia financiera*, pp. 9-15.

_____, (1989), “Futuros la predicción de los tipos de interés”, *Estrategia financiera*, México, pp.39-45.

BLINDER, ALAN S. (1998), *El Banco Central: Teoría y Práctica*, España, Antoni Bosch.

BODIE TZIVI Y MERTON, ROBERT C. (1999), *Finanzas*, México, Pearson Educación.

BORRELL, MÁXIMO y ROA, ALFONSO (1999), *Los mercados de futuros financieros*, España, Ariel Economía.

CASANOVAS, MONTSERRAT (2003), *Opciones financieras*, México, Pirámide.

DE ALBA, MONROY ARTURO (2000), “*El mercado de dinero y capitales y el Sistema Financiero Mexicano*”, México, Ed. Pac S. A de CV.

DÍAZ, CARMEN (1998) “*Futuros y opciones, sobre futuros financieros, teoría y práctica*”, México, Prentice Hall.

DÍAZ TINOCO JAIME y HERNÁNDEZ TRILLO FAUSTO (1998), “*Futuros y opciones financieras una introducción*”, México, Limusa.

DIEZ DE CASTRO, LUÍS y MASCAREÑAS, JUAN (1998), “*Ingeniería financiera: la gestión en los mercados financieros internacionales*”, México, McGraw Hill.

HOBBSAWM, ERIC (2006), *Historia del Siglo XX*, Barcelona, Crítica.

GARCÍA SANTILLÁN, ARTURO (2007), “*El Sistema Financiero Mexicano y el Mercado de Derivados*” *Libros y Manuales: Finanzas*, (Universidad nacional Autónoma de México Facultad de Contaduría y Administración Unidad Multidisciplinaria: CIEA, México).

GONZÁLEZ ARECHIGA, BERNARDO (1995), “Creación del Mercado de Opciones y Futuros en México”, *El Mercado de Valores*, (Bolsa Mexicana de Valores, México), núm. 6, junio, pp. 42-43.

HULL, JOHN (2000), “*Options, futures and other derivatives*” USA, Prentice Hall

KEYNES, JOHN M. (1919), *Las consecuencias económicas de la paz*. Crítica.

KREGEL, JAN (1998), “*Flujo de Capitales, fragilidad e Inestabilidad Financiera en el Desarrollo Económico*”, en ALICIA, GIRÓN Y EUGENIA, CORREA (Coords.), *Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras*, México, El Caballito, pp. 39-65.

KRUGMAN, R. PAUL Y OBSTFELD MAURICE (2006), “*Economía Internacional*”; 3ª Edición; Editorial McGraw-Hill; España, 1995.

LUDWIG, MARY (1993), “*understanding interest rate swap*”, New York, McGraw Hill.

MANSELL CARSTENS, CATHERINE (1999), “*Las nuevas finanzas en México*” México, IMEF, Editorial Milenio.

MARMOLEJO, MARTÍN (2000), *Práctica, Metodología y Filosofía de las Inversiones del Instituto Mexicano de Ejecutivo de Finanzas A.C.*, México.

MARSHALL, J.F. y KAPNER, K.R. (1990), “Understanding swap finance”. Cincinnati, Oh South-Western.

MARTÍN, JOSE LUIS y RUÍZ, RAMÓN JESÚS (1994) *El inversor y los mercados financieros*, España, Ariel Economía.

MARTÍNEZ ABASCAL, EDUARDO (1993), *Futuros y opciones en la gestión de carteras*, Madrid, Mc Graw-Hill..

MARTINEZ, JOSÉ MANUEL (2008), *18 frases de Slim sobre la crisis*, www.cnnexpansion.com , México, diciembre.

MENEU, VICENTE, NAVARRO, ELISEO y BARREIRA, MARÍA TERESA (1997), *Análisis y gestión del riesgo de interés*. España, Ariel Economía.

MORALES CASTRO, JOSÉ ANTONIO (2009), “*El Mercado Mexicano de Derivados en la Administración Financiera de las Empresas Mexicanas que cotizan en La Bolsa Mexicana de Valores*” (Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Contaduría y Administración, México).

ONU, *Anuario Estadístico* <http://unstats.un.org/unsd/statcom/commission.htm>

PALMA DELGADO, LILIANA (2006), “El Sistema Bancario Estadounidense y su Evolución 1980-2005”, (Universidad Autónoma Metropolitana, México).

ROBERT, TRIFFIN (1968), *El Sistema Monetario Internacional*, Buenos Aires, Amorrortu.

SOLORZA LUNA, MARCIA LUZ (2008), “Nueva banca en México. Incorporación de sectores populares al financiamiento”, *Economía Informa*, (Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Economía, México), núm. 525.

TOUSSAINT, ERIC (2006), “La crisis de la deuda mexicana y el BancoMundial”.
<http://www.cadtm.org> .

ZORRILLA SALGADO, JUAN PABLO (2003), “La administración de riesgos financieros en las Pymes de exportación”, *Contribuciones a la Economía*, (Universidad Veracruzana, México). [http:// www.eumed.net/ce/](http://www.eumed.net/ce/)

<http://www.asigna.com.mx>

<http://www.bancomundial.org.mx>

<http://www.banobras.gob.mx>

<http://www.bmv.com.mx>

<http://www.cadtm.org>.

<http://www.cboe.com>

<http://www.cmegroup.com>

<http://www.cnbv.gob.mx>

<http://www.mexder.com.mx>

<http://www.nymex.com>

<http://www.opec.org>

<http://www.shcp.gob.mx>

<http://www.un.org>