



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE
MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**“LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS EN EL USO DE
DERIVADOS POR LAS TIENDAS DE AUTOSERVICIO
EN MÉXICO 2004-2010”**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

ALONSO JESÚS PALACIOS CRUZ

DIRECTOR DE TESIS:

LIC. ISAÍAS MORALES NÁJAR



CIUDAD UNIVERSITARIA

ENERO 2015



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.

Dedicatoria:

Este trabajo de tesis representa la culminación de un largo período de trabajo arduo de investigación y desvelos. En algún momento desespere e inclusive me vi tentado a claudicar, pero nunca estuve solo.

*Por eso, este trabajo está dedicado a **Dios** por permitirme la dicha de llegar a este momento tan lindo y compartirlo con mi familia y amigos. A Él, sin duda alguna, le debo todo cuanto soy, pues es el dador de todas mis aptitudes, virtudes y habilidades, y hace de mis defectos fuerza para superarme.*

*También está dedicado mis padres: la **Sra. Paz Cruz Cid**+ mi primera maestra por ser mi guía, por su amor, su abnegación, su confianza por creer en mí siempre, por mostrarme el significado de la lucha, perseverancia y superación, eres y serás siempre mi inspiración para seguir adelante. Mi hermana, mi segunda madre **Rosina N. Cruz**, por confiar ciegamente en mí, por tu apoyo moral, económico, por ayudarme a levantar siempre para continuar en pie de lucha en esta vida, mi respeto, mi admiración y mi cariño siempre. A mi Sr. Padre **Ignacio F. Palacios Frías** por tu confianza, tu cariño por ser padre y mi mejor amigo y enseñarme a caminar con rectitud en la vida con la frente siempre en alto.*

*A mis hermanos; **Claudia, Alfredo, Fercho y Daniel**: sus risas y ánimos mi mejor medicina en tiempos complejos, me ayudaron más de lo que se imaginan!!! Gracias por su amor y confianza, por luchar codo a codo conmigo para salir adelante. Este es un éxito más, Nuestro!!!*

*A mi tío **Eusebio Cruz Cid**; gracias por tus consejos, su apoyo económico y moral: No vine a ver si puedo, sino porque puedo vengo!*

Para Ustedes y por Ustedes todo mi esfuerzo y lucha siempre!!!!

Agradecimientos:

Mi familia siempre me ha empujado a salir adelante, sin embargo el apoyo de mis Maestros e Instituciones que me formaron, como persona y profesional les tengo muy presente y han sido parte fundamental para llegar a este momento tan importante en mi vida. Por ello quiero agradecer:

Al **Pbro. Ángel Lauro** por su apoyo moral, espiritual, como amigo y como guía. He aquí que usted tiene mucho que ver en no darme por vencido.

A la **Telesecundaria 122 Y** mi guía los mejores momentos de mi adolescencia por guiar mis pasos y ayudarme a descubrir mis capacidades y talentos.

A la **Preparatoria Mixcoac-Valle** mi mejor elección! Sus aulas y maestros me mostraron el sentido de la responsabilidad y el amor por la UNAM.

A la **Facultad de Economía** y la **UNAM**, mi Alma Mater, mi segunda casa, por formarme como profesional que ahora soy; sus aulas y maestros marcaron para bien mi vida, pues despertaron en mí la responsabilidad con mi sociedad y mi Patria, simplemente **Orgullo Azul y Oro!!! Orgullosamente UNAM!!!**

A mi Maestro y Director de Tesis **Lic. José Isaías Morales Nájjar** por creer en mí, eternamente agradecido por su apoyo siempre presente. Sus clases me apasionaron siempre por las finanzas bursátiles y financieras.

A mis sinodales:

- Mtra. Leticia Pérez Gayosso.
- Mtra. Liliana López Zamora.
- Lic. Maricruz Jaén Figueroa.
- Lic. Gabriel Alejandro Becerril Parreño.
- Lic. José Isaías Morales Nájjar.

Su ayuda, apoyo en la revisión del trabajo de tesis, hicieron de este un trabajo de calidad con sus valiosas observaciones y comentarios, por tomarse el tiempo de apoyarme a dar este paso tan importante para mí. De todo corazón Muchas gracias.

A todos ustedes: **Gracias TOTALES!!!**

Índice

INTRODUCCIÓN	6
CAPITULO I. EL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADOS FINANCIEROS EN MEXICO.....	14
I.1. EL SISTEMA FINANCIERO; ORGANISMOS RECTORES EN MÉXICO.....	14
<i>Organismos reguladores y de vigilancia.....</i>	<i>15</i>
<i>Instituciones Financieras Bancarias (IFB).....</i>	<i>21</i>
<i>Instituciones Financieras No Bancarias (IFNB).....</i>	<i>29</i>
I.2. LOS MERCADOS FINANCIEROS EN MÉXICO	35
<i>Mercado de Dinero.....</i>	<i>36</i>
<i>Mercado de Capitales.....</i>	<i>38</i>
<i>Mercado de Títulos de Deuda.....</i>	<i>39</i>
I.3. MERCADO DE DERIVADOS EN MÉXICO; EL MEXDER.....	39
<i>Antecedentes internacionales.....</i>	<i>39</i>
<i>Definición de Instrumentos Financieros Derivados (IFD).....</i>	<i>41</i>
<i>Importancia de los IFD.....</i>	<i>43</i>
<i>Mercados organizados de derivados vs mercados extrabursátiles (OTC).....</i>	<i>49</i>
<i>El Mercado de Derivados en México.....</i>	<i>52</i>
CAPITULO II: RIESGO FINANCIERO Y LOS DERIVADOS.....	65
II.1 CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES DEL RIESGO	65
<i>Definición de riesgo financiero.....</i>	<i>65</i>
<i>Tipos de riesgo.....</i>	<i>66</i>
<i>Relación rendimiento-riesgo.....</i>	<i>71</i>
<i>Riesgo vs Incertidumbre.....</i>	<i>73</i>
<i>Diversificación de cartera y administración de riesgos.....</i>	<i>76</i>
II.2. CARACTERÍSTICAS Y CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS; LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS.....	83
<i>Los Activos Financieros.....</i>	<i>83</i>
<i>Clasificación de los instrumentos/activos financieros.....</i>	<i>85</i>
II.3. LOS INSTRUMENTOS DERIVADOS EN MÉXICO Y EL RIESGO.....	91
<i>Activos Financieros en el MexDer.....</i>	<i>91</i>
CAPÍTULO III. EL RIESGO FINANCIERO EN LAS TIENDAS DE AUTOSERVICIO EN MÉXICO.....	99
A) TIENDAS DE AUTOSERVICIO:.....	99
<i>El papel de los supermercados en la Economía.....</i>	<i>99</i>
<i>Antecedentes y Evolución de los Supermercados.....</i>	<i>100</i>
<i>Supermercadización en México.....</i>	<i>102</i>
<i>Importancia económica de los Supermercados en México.....</i>	<i>105</i>
<i>III.1.5 Los supermercados y el gasto de las familias en México.....</i>	<i>106</i>
CM Y EL MERCADO DE LAS TIENDAS DE AUTOSERVICIO.....	108
<i>Orígenes de CM.....</i>	<i>109</i>
<i>Objetivo de Cm.....</i>	<i>111</i>
<i>Fortaleza de CM.....</i>	<i>115</i>
<i>Debilidades de Cm.....</i>	<i>116</i>
C) PROBLEMÁTICA.....	116
<i>I. Cm en números, Situación 2001-2010.....</i>	<i>116</i>
<i>II. Deuda. De Cm (Antes y después del 2008).....</i>	<i>123</i>

III. CONTEXTO NACIONAL Y EXTRANJERO (MODELO DE LA CRISIS FINANCIERA DE MINSKY-KINDLELBERGER; ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS: IDENTIFICACIÓN DE LOS RIESGOS FINANCIEROS)	136
<i>La crisis inmobiliaria estadounidense</i>	137
<i>El Proceso de la Administración de Riesgos; Identificación del Riesgo</i>	143
CONCLUSIONES	190
ANEXOS DE TABLAS, GRÁFICOS, FIGURAS Y CUADROS.	201
GLOSARIO DE ABREVIATURAS.	206
BIBLIOGRAFÍA:	207

Introducción

Luego de que se rompiera el Tratado de Bretton Woods en 1971 (mediante el cual se estableció que el dólar norteamericano fuera la única divisa ligada al oro -paridad oro-dólar fija- y convirtiéndola, de esta manera, como divisa internacional a partir de 1944) las variables que antes se caracterizaban por su estabilidad se volvían ahora volátiles; tal como el caso de paridades cambiarias, precios de materias primas como el petróleo, tasas de interés, etc. Este contexto de inestabilidad-volatilidad económica y financiera otorgó a los Instrumentos Financieros Derivados (**IFD**) gran importancia, con lo que se volvieron muy apreciados, pues permitían (en un inicio) mitigar las variaciones o cambios adversos de estos que representaban riesgos potenciales de pérdidas para un agente económico. El desarrollo de la Administración de Riesgos Financieros se dio a la par que los derivados cobraban creciente importancia, esto debido a que en el entorno de alta volatilidad y desregulación exigía la presencia de un proceso capaz de minimizar la exposición al riesgo, por lo que la Administración de Riesgos se presenta así como el proceso capaz de asegurarse de que una institución o inversionista no sufra pérdidas inaceptables y mejorar el desempeño financiero de dicho agente económico.

Conforme se fueron utilizando los IFD y se dieron los avances tecnológicos que en combinación con la globalización, la apertura financiera, etc. se fueron volviendo más complejos permitiendo así que no sólo permitieran mitigar los riesgos sino que también beneficiarse con su utilización, generando con ello beneficios económicos, sin embargo, este avance y nuevos beneficios significó la aparición de nuevos riesgos a los cuales se enfrentarán los agentes económicos.

El presente trabajo tiene como finalidad resaltar y recalcar la importancia de la administración de riesgos, haciendo especial énfasis en el proceso de la identificación de los riesgos, como parte fundamental en la toma de decisiones financieras, y cómo el subestimar dicho proceso engendra severos problemas y consecuencias para todo inversionista. Además de resaltar también la

importancia de los IFD y su manejo responsable, toda vez que su manejo imprudente o descuidado contribuye a minar la estabilidad y salud financiera de toda empresa.

Para lograr todo lo anterior, la investigación se basó en el comportamiento de Comercial Mexicana (**Cm**), a fin de mostrar el comportamiento experimentado por el sector de Tiendas de Supermercado (específicamente el de empresas con capital Nacional) dentro del periodo 2004 al 2010, las decisiones y riesgos que asumen en esta contienda por sobrevivir a la hegemonía de Wal-Mart (empresa cuyo capital es principalmente de origen extranjero y de gran presencia en México). Los cálculos, estimaciones así como la mayoría de montos financieros de activos, pasivos, capital, deuda, etc. son reales y se basan principalmente en dicha empresa, esto debido a que es una empresa representativa del sector con origen y capital Nacional. El período de estudio antes mencionado permite conocer la situación financiera de Cm antes y después de 2008, año en que se comienza a gestar la crisis inmobiliaria en Estados Unidos y que influye en sobremanera con Cm, toda vez que su impacto se refleja en la cotización del Tipo de cambio pes/dólar americano.

Hoy en día es común que, dado el desarrollo alcanzado por los IFD, se encuentran al alcance de muchos inversionistas y agentes económicos, sin que los Supermercados sean la excepción. Es decir, los supermercados realizan de forma cotidiana operaciones con IFD, principalmente para disminuir su exposición a movimientos inesperados en las variables macroeconómicas a las que son altamente sensibles (operaciones de cobertura) pero en las últimas décadas también es común que realicen operaciones de corte especulativo. Así pues, centrando nuestra atención en Cm revisaremos las causas y consecuencias económicas, derivadas de estas operaciones financieras por dicha empresa, para ser más explícitos operaciones con derivados relacionados con el tipo de cambio peso/dólar, esto permitirá identificar los errores operacionales y analíticos que se cometen en el desarrollo de dichas operaciones.

Durante el desarrollo del trabajo de investigación, me enfrente con muchas limitantes, sobre todo a las que se refieren a la recolección de datos de precios

de contratos de derivados, volúmenes, plazos, etc. Mi intención primera consistía en realizar un análisis bursátil para con ello estructurar opciones alternativas de inversión “un mapeo. Lamentablemente hay muy pocas fuentes de información concretas respecto a dichos instrumentos y el acceso sólo es permitido, en la página del Mercado de Derivados (**MexDer**), para socios y operadores bursátiles. Sin embargo, ciertos artículos de revistas y/o periódicos especializados, tales como CNN Expansión, El Economista, El Financiero, aunado los boletines e informes anuales propios de la empresa y del Banco de México permitieron la consecución de los objetivos planteados.

Cuando se realizó el protocolo de investigación se plantearon los siguientes objetivos particulares;

- Analizar la situación actual de los supermercados en México; su estructura y papel dentro de la economía.
- Resaltar el papel de la administración de riesgos financieros y de los Instrumentos Financieros Derivados como herramientas indispensables para mitigar los riesgos en la actualidad.

Mismos que se cumplieron de la siguiente manera; La presente investigación centra su atención en torno a los supermercados y su relación con la actual economía, visto a través de dos puntos de vista; el primero a partir del lugar de importancia económica que ocupan en nuestro país y, en segundo lugar, la relación que guardan los supermercados de capital mayoritario nacional con los de capital extranjero. Lo cual se logra a partir de la comparación de Cm con Wal-Mart.

Si bien los supermercados se nos presentan como un fenómeno aparentemente simple debido a su cotidianeidad, la realidad es que representan un fenómeno socioeconómico complejo, en gran parte debido al efecto concatenado que tiene en nuestra economía por permitir y provocar el crecimiento de la capacidad de productores asociados con estos, la generación de empleo que implican y la mejora en los servicios que exigen. En otras palabras, los supermercados representan una fuente de empleo considerable y su presencia en México como en el extranjero es innegable, de tal forma que

nadie escapa, hasta el día de hoy, de su influencia. Todo ello es posible observarlo a partir del capítulo III en la sección de Tiendas de autoservicio, siempre que es posible ver los antecedentes y evolución de los supermercados, el proceso de Supermercadización y su importancia económica en México.

A partir del estudio de la relación de Cm con Wal-Mart (revisada en la sección C del capítulo III bajo la denominación de Problemática) es posible situar el lugar que ocupa dentro del mercado, seguido de la competencia que emprende por mantenerse cerca de Wal-Mart y la forma en que se realiza esta, lo que permite conocer, también, la salud financiera de Cm, la cual reflejaba problemas serios de endeudamiento y para generar liquidez adecuada para cubrir sus necesidades y realizar sus operaciones propias de negocio, situación que se agudiza de sobremanera a partir del 2008 debido a la alta sensibilidad que guardaba con el entorno económico financiero nacional y extranjero.

El proceso de administración de riesgos tiene un papel importante en este contexto debido a que permite identificar cuantificar y control la exposición de riesgo de un agente económico de tal forma que este no sufra pérdidas inaceptables y mejore su desempeño financiero. El observar y utilizar este proceso por Cm de forma constante le hubiera ayudado a mantener una salud financiera prudente y óptima, evitando así, la crisis que enfrentó. El proceso de identificación de riesgos efectuada en la presente investigación muestra los riesgos a los que se encontraba expuesta y los niveles de apalancamiento y liquidez que mantenía, para los cuales resultaba imprudentes realizar las operaciones financieras con derivados que efectuó.

Es precisamente a partir de este último punto que se puede dimensionar las causas y consecuencias económicas y financieras observadas en Cm producto de dichas operaciones financieras, en los cuales se observan errores operacionales y analíticos y son expuestos en la parte final de la investigación en el capítulo III sección C. en la cual sobresalen montos de deuda vencida, y la restructuración de la deuda producto de las operaciones financieras con derivados. Cumpliendo con ello con el objetivo general planteado que consistía en:

- Analizar las causas y consecuencias económicas derivadas de las operaciones financieras realizadas con instrumentos derivados por Comercial Mexicana con el fin de identificar los errores operacionales y analíticos que se cometen en dichas operaciones.

Por lo tanto, los objetivos planteados (en el presente trabajo, tanto general es como particulares), se consiguieron a la luz de la información disponible y actualizada de forma idónea y satisfactoria. Se anexa, como adicional, un índice de cuadros, tablas y gráficas para poder compararlos según el caso, lo cual permitirá, junto con un glosario de abreviaturas (el cual permite manejar mejor los términos y lenguaje usado en el trabajo), una mejor facilidad para seguir el ritmo de la exposición.

El presente trabajo se encuentra dividido en 3 capítulos; I) El Sistema y Mercados Financieros en México; II Riesgo Financiero y los Derivados y III El Riesgo financiero en las Tiendas de Autoservicio en México. A continuación se muestra la estructura de cada uno de ellos.

El Capítulo I tiene como objetivo describir la estructura del Sistema Financiero Mexicano y sus mercados, lo que permite situar a los derivados financieros dentro del Sistema Financiero Mexicano.

La exposición del Capítulo II resalta la importancia del Riesgo Financiero, partiendo de su definición y su relación con los IFD, para estar en condiciones de abordar, principalmente, la Clasificación de los Activos financieros a partir de ciertas características y por Mercados de Dinero y de Capitales. Por último los IFD más comunes en el MexDer tanto en el Mercado de Futuros como de Opciones, así como también los listados en el Mercado OTC en México, con lo que, haciendo esta comparación, puede verse mejor los riesgos que ambos mercados asumen.

El Capítulo III es más extenso que los anteriores, ya que tiene como objetivo exponer el papel de los Supermercados en la Economía mexicana, así como las circunstancias y consecuencias que enfrentó Cm cuando realizó operaciones financieras con derivados.

Durante el desarrollo de esta última sección se expone el Modelo de Crisis de Minsky-Kindlerberger y se relaciona el Proceso Identificación del Riesgo, con el propósito de exponer las circunstancias que envolvieron a dicha empresa durante la toma de decisiones y considerando, para ello, los factores de riesgo según la tipología de este expuestos ya en el Capítulo II. El Modelo de Crisis financieras permite identificar el clima internacional financiero que repercute directamente en México y Cm, mientras que el clima nacional puede observarse a través del proceso de Identificación de Riesgo. Este análisis permite también tener una mejor perspectiva sobre las causas y consecuencias de las Operaciones Financieras con Derivados por parte Cm.

Queda por mencionar que, gracias a la consecución de los objetivos señalados, resulta posible comprobar la hipótesis originalmente planteada, la cual señala:

El caso de estudio de esta tesis denota, a priori, una errónea medición de los riesgos financieros que refleja un desconocimiento del entorno socioeconómico durante la ejecución y desarrollo de las operaciones financieras de Comercial mexicana. Una administración de riesgo profesional y eficiente, aunado al conocimiento real del entorno, disminuye de forma importante la exposición del riesgo de cualquier empresa.

CM estaba relacionada con el tipo de cambio, tanto en sus fines de cobertura como de especulación, lo primero enfocado a asegurar el precio de compra de mercancías y lo segundo por la competencia con Wal-Mart. Mediante la utilización de Instrumentos derivados de segunda generación denominados Targeted Accrual Redemption Notes(TARN) ligados al tipo de cambio y su comportamiento en un horizonte determinado de tiempo, específicamente, expresó su opinión mediante posiciones en TARN acerca del comportamiento del tipo de cambio se cotizaría alrededor de \$11.3025 como máximo y \$10.7097 como mínimo, atendiendo a los patrones de comportamiento observados a principio de la década del 2000 que oscilaba en dichos parámetros. Manifestando así, sus perspectivas a favor de una depreciación del dólar estadounidense, perspectiva que se fortaleció luego de la intervención de la Reserva Federal con la inyección de liquidez y la efectuada, en su momento, por el Banco de México.

La principal intención de CM era la de mantenerse acorde al sector y, más concretamente, mantenerse en la competencia directa con Wal-Mart, en lo que respecta a la rentabilidad y utilidad neta principalmente.

Es esta competencia precisamente, (la cual presenta signos claros de desesperación) la cual influye de forma determinante para que dicha empresa subestimara los contextos económico-financieros y manifestara de forma evidente un relajamiento en la intensidad en el proceso de la administración de riesgos, sobre todo en lo que refiere a la identificación y cuantificación de riesgos a las que se encontraba expuestos, a saber: tipo de cambio, liquidez, de liquidez, operativo.

Amén de esta relajación, debe considerarse también 4 puntos determinantes que en la celebración de operaciones con derivados, fueron cruciales para la crisis en la cual se ve envuelta Comercial mexicana:

1. Alta dependencia del financiamiento externo.- reflejado en los altos niveles de endeudamiento y apalancamiento; primero durante 2004-2007 y después de forma más que evidente a partir del 2008.
2. Liquidez altamente volátil.- vista en la incapacidad de Comercial Mexicana de generar flujos necesarios para realizar actividades propias de su giro (operacionales) manifestadas ya desde 2001.
3. Bajos niveles de Utilidad.- haciéndose más evidente a partir del 2008.
4. Alto nivel de apalancamiento en TARN.- característica propias de los derivados es el apalancamiento que permiten, entendido este como la capacidad de tomar posiciones con recursos líquidos relativamente menos en relación con los nominales afectados. Aunado a esto la confusión que existe entre la mayoría de los agentes económicos respecto a la función de los derivados, que consiste en diseminar los riesgos, transferirlos entre otros agentes y no de eliminarlos como todavía se cree.

Las operaciones con dichos derivados le permitieron, debido a los puntos mencionados, mantener controlados sus pasivos y contar con recursos líquidos

para realizar las actividades propias de negocio. De esta manera, estos puntos representan las principales conclusiones de la presente investigación por que explican las causas de la actual crisis financiera de CM.

CAPITULO I. EL SISTEMA FINANCIERO Y MERCADOS FINANCIEROS EN MEXICO.

I.1. El Sistema Financiero; Organismos rectores en México.

El Sistema Financiero.

El Sistema financiero es parte esencial y razón de ser de la economía moderna, sin la cual no se podría concebir como tal, y es que, el Sistema financiero se define como el conjunto de instituciones, mercados, sistemas de operación y leyes, que permiten el intercambio de recursos financieros entre los agentes económicos. La importancia del Sistema Financiero radica en dos puntos esenciales; el primero de ellos se refiere al hecho de que permite la formación y asignación eficiente de ciertos activos financieros, acorde a la formación de capital real y de condiciones específicas de riesgo propias de una economía, es decir, de su realidad económica. Mientras que el segundo punto radica en que el Sistema Financiero garantiza condiciones de desarrollo óptimo para la economía en su conjunto, debido a que permite el encuentro entre los agentes económicos de una economía para realizar el intercambio de flujos financieros entre ellos. Dicho flujo financiero tiene un impacto inmediato en el nivel de la actividad económica, ya que hace coincidir el ahorro y la inversión de los agentes económicos, mismo que, incentiva la demanda agregada y la creación de empleos.

Es preciso señalar que, cuando se habla de los agentes económicos, se hace referencia siempre a las empresas, las familias y el gobierno. Mismos que tienen necesidades diferentes y demandan recursos para invertirlo de diferente forma, así las empresas reciben ganancias, las familias salarios y el gobierno impuestos, estos recursos son utilizados –por las empresas- para comprar maquinaria, financiar capital de trabajo, bienes de consumo durable, las familias para pagar gastos de consumo, y por último el gobierno utiliza los recursos para cubrir los desfases entre el presupuesto y el ejercicio del mismo, para la creación de viviendas, obras públicas, etc. Siempre acudiendo al Sistema financiero para ello.

Es cierto, se pueden intercambiar estos recursos financieros a través de otros mercados sin recurrir al Sistema Financiero como tal, sin embargo, se debe considerar que esta práctica conlleva muchos riesgos, tanto para los agentes económicos que “ofrecen” estos recursos como para quien los demanda. Así entonces, el Sistema Financiero provee de mercados organizados a los agentes económicos, de forma que, los riesgos que implica el flujo de recursos financieros sea el menor posible.

Hasta aquí se ha hablado sobre el Sistema Financiero en forma en general, resaltando el conjunto instituciones y normas que comprende, y la función que de forma general realiza. Sin embargo, conviene -y resulta imperante- describir las características que guarda y la forma en que se encuentra constituido el Sistema Financiero Mexicano (SFM) hasta nuestros días, para hacerlo, se consideran en primera instancia a los Organismos rectores en México, estos son: La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Banco de México (BM) y a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Se consideran estos tres organismos porque, dichos organismos tienen especial injerencia en el tema que se desarrolla en el presente trabajo. Enseguida de éstas se describe a las Instituciones Financieras Bancarias (IFB) y las Instituciones Financieras No Bancarias (IFNB).

El SFM se consta de cuatro subdivisiones, estos son: a) Organismos reguladores y de vigilancia, b) Instituciones Financieras Bancarias, e c) Instituciones Financieras no Bancarias.

Organismos reguladores y de vigilancia.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (HSCP);

La SHCP tiene diferentes funciones y facultades dentro del SFM, mismas que se encuentran establecidas en diferentes artículos de carácter legal.

Facultades:

Las facultades del SFM son las siguientes:

- *Planear, coordinar, evaluar y vigilar el SFM.*

La SHCP tiene entre sus facultades la de Planear, coordinar, evaluar y vigilar el SFM, por lo que orienta la política del Sistema bancario y de las Instituciones financieras no bancarias al proponer las políticas crediticia, financieras, bancarias y monetarias que fortalezcan el ahorro e incidan positivamente en el grado de certidumbre entre los inversionistas nacionales y extranjeros.

Así mismo, adecua el marco jurídico a la realidad económica y financiera, al incorporar -al marco legal, institucional y estructural- las necesidades y planteamientos de los diversos intermediarios a fin de que exista...“*una mayor articulación entre los diversos intermediarios.*” a través de Reglamentos Orgánicos, Reglas generales, lineamientos

- *Otorgar Autorizaciones.*

La SHCP otorga una serie de autorizaciones que comprenden: a) La constitución, b) operación y c) situación de excepción de las entidades financieras. En cuanto a la autorización para la constitución de las entidades financieras se refiere, la SHCP emite una autorización discrecional acorde a la capacidad técnica, idoneidad, solvencia, calidad moral, su plan de funcionamiento de las entidades financieras.

La SHCP emite disposiciones generales en los siguientes rubros:

1. Instituciones de las entidades financieras.
2. Prudenciales encaminadas a asegurara la solvencia y liquidez de las entidades financieras.

- *Intervenir en delitos financieros*

La SHCP a través de la Procuraduría Fiscal de la Federación es la encargada de perseguir e imponer sanciones a los delitos previstos por las leyes financieras. Tales como la revocación de la autorización de los intermediarios financieros, con la gravedad que ello amerite.

- Resolver consultas.

Respecto a las reglas y lineamientos que se expidan aplicables a las entidades financieras.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

La CNBV tiene como objetivo el supervisar y regular a las entidades financieras a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano del Sistema Financiero en su conjunto.

El ámbito de la CNBV comprende la mayoría de las entidades financieras del SFM a excepción de las Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros, Afianzadoras, Administradoras de Fondos para el Retiro (CNSF y CONSAR).

A sí mismo, es de resaltarse que la CNBV funge como Órgano de consulta del Gobierno Federal y la SHCP en todo lo relacionado entorno a materia financiera.

A continuación se presentan algunas entidades reguladas por la CNBV:

1. Instituciones de crédito.
2. Casas de Bolsa.
3. Bolsa de Valores.
4. Uniones de crédito.
5. Arrendadoras financieras.
6. Empresas de factoraje financiero.
7. Casas de Cambio.

La CNBV proporciona la asistencia que les soliciten las instituciones supervisoras y reguladoras de otros países. En este sentido, y para afrontar la globalización y regionalización creciente (De la Fuente Rodríguez) es necesario una mayor articulación y cooperación entre las autoridades de supervisión y organismos multilaterales en aras de mejorar el intercambio de información sobre asuntos relacionados con su competencia, la modernización

de las herramientas de regulación y supervisión, facilitar la aplicación de leyes y normas financieras, intercambio de experiencias, etc.

Para lograr todo lo mencionado, la CNBV tiene la facultad de proporcionar asistencia a las instituciones que así lo soliciten de manera expresa, a través de la celebración de convenios bajo el principio de reciprocidad. Toda vez que con ello sean factibles investigaciones “transfronterizas” que fortalezcan la integridad del SFM. Así la CNBV participa en organismos multilaterales tales como International Organization of Securities Commissions (**IOSCO**, en español: Organización Internacional de Comisiones de Valores), Grupo de Reguladores de Derivados, Comité de Basilea¹.

Imposición de medidas correctivas.- La regulación prudencial y supervisión que lleva a cabo la autoridad esta en caminata con fines preventivos, a fin de que las entidades supervisadas no incurran en riesgos excesivos que afecten la liquidez, la rentabilidad y las reservas del SFM y de los mismos. De lo contrario la CNVB tiene la facultad de aplicar medidas correctivas clasificadas²

¹ *IOSCO.*- Sus objetivos son: mantener mercados justos y eficientes, promover el desarrollo de los mercados domésticos, establecer estándares para una efectiva vigilancia de las transacciones internacionales de valores y productos derivados. Todo ello a través del intercambio de experiencias e información.

Grupo de Reguladores de Derivados.- Consiste en una reunión organizada por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC, Comisión de Operación de Futuros de Materias Primas en Estados Unidos.) cuya finalidad es la de compartir experiencias de los avances y desarrollo de los de los diferentes mercados y la posibilidad de aplicación de estos avances en otros mercados, además de homogeneizar las prácticas de supervisión y los requisitos de participación de los diferentes participantes de los mercados de derivados.

Comité de Basilea.- En cuanto a la Supervisión bancaria atañe al foro organizado por dicho Comité integrado por Bancos Centrales y reguladores bancarios de los países integrantes del llamado Grupo de los Diez, cuyas conclusiones y recomendaciones se han convertido en la norma de supervisión y regulación bancaria en el resto del mundo.

² Programas correctivos de cumplimiento forzoso.- tendientes a eliminar irregularidades.

Acuerdos suscritos entre las autoridades reguladoras y la administración de los intermediarios.- en donde estos últimos se comprometen en remediar los desequilibrios financieros que pudieran afectar su liquidez, solvencia o estabilidad.

Intervenir administrativa o gerencialmente en las entidades.- Es la última medida de corrección que busca primordialmente quitar a los funcionarios negligentes y sanear a la institución.

Cuando se han violado las normas de carácter general la CNBV hace respetar las normas mediante las siguientes tipos de sanciones:

- ✚ De imposición de sanciones administrativas-. Por infracciones a las leyes financieras.
- ✚ De imposición de sanciones disciplinarias.

Llevar Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

El Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), registra a los valores y también a los intermediarios que operan en el país desde el 14 de abril de 1993, dicho registro se lleva a cabo en tres secciones, a saber:

- ✚ Sección I.- Valores, registra los valores emitidos por sociedades mexicanas que se ofrezcan públicamente.
- ✚ Sección II.- Para el registro de intermediarios financieros (casas de bolsa).
- ✚ Sección III.- Para el registro de valores emitidos por entidades mexicanas y ofrecidas públicamente y en el extranjero.

El RNVI influye de manera significativa en el mercado de valores debido a que la Bolsa Mexicana de Valores opera sólo con los Valores inscritos en el RNVI, el INDEVAL requiere para el depósito de los Valores que éstos estén inscritos en el RNVI, las casas de bolsa operan sólo Valores inscritos en el RNVI, entre otros.

El que los Valores e Intermediarios estén registrados en el RNVI significa que cumplieron con las disposiciones legales que le corresponden a la Comisión como tal, pero no garantizan la bondad o calidad de los Valores ni mucho menos implica certificación alguna.

Banco de México.

La finalidad del Banco de México, en cuanto al SF es: Promover el sano desarrollo del SF, para asegurar el buen funcionamiento y estabilidad del Sistema Financiero la LBM le atribuye al Banxico las siguientes funciones:

- Regular la intermediación y los servicios financieros. La LBM y la legislación Financiera le confieren a Banxico la facultad de dictar disposiciones generales para estructurar y conducir las actividades de las entidades financieras, sin olvidar a las operaciones que corresponden a la banca de desarrollo (Mercado de Dinero y Operaciones financieras derivadas.) Banxico cuenta con un marco legal para regular todas las operaciones Bancarias en sus tres expresiones (Captación de recursos, otorgamiento de financiamientos y prestación de servicios.).
- Operar como acreedor de última instancia para las instituciones de crédito-. Banxico tiene la responsabilidad de respaldar el funcionamiento fluido del sistema de pagos y con ello evitar problemas de liquidez que atenten con la estabilidad del SFM.
- Operaciones Con entidades financieras. La LBM le permite a Banxico realizar diversas operaciones con las entidades financieras, entre las que se pueden mencionar: Otorgar financiamiento, Constituir depósitos en instituciones de crédito de valores del país o del extranjero, recibir depósitos de títulos o valores en custodia o en administración de las entidades financieras del país, por mencionar algunas de ellas.
- Sancionar a los intermediarios.- Banxico puede imponer sanciones a las entidades financieras a fin de preservar la efectividad de las normas de orden público establecidas en la LBM, mismas que permiten el buen funcionamiento del sistema de pagos y la protección de los intereses del público³.

Banxico podrá suspender parcial o totalmente las operaciones de los intermediarios financieros cuando infrinjan la LBM y/o de las disposiciones que

³ Así Banxico tiene la facultad de imponer sanciones y multas en cuando se realizan cualquier tipo de operaciones contraponiendo lo dispuesto en la LBM y cuando se incurre en faltas de respeto a los recursos que deberían tener en depósito en el Banco,

de ella emanen y cuando se realicen operaciones con divisas contraviniendo las disposiciones emitidas por Banxico (De esta manera la suspensión puede ser de hasta seis meses de acuerdo a la gravedad que estas representen).

Instituciones Financieras Bancarias (IFB).

Cuando referimos a las IFB se hace alusión a las instituciones bancarias concretamente, las cuales captan los recursos de la sociedad a través de los depósitos, por los cuales pagan una tasa denominada pasiva, pues les representa un costo, un pasivo. Mientras que con dichos recursos otorgan créditos por los cuales cobran un interés o tasa denominada tasa activa, pues le representa un ingreso o activo para la institución bancaria. En otras palabras; Las IFB son intermediarios financieros debido a que, como tales, emplean en préstamo los recursos de la sociedad (Ahorro Financiero) para canalizarlos en préstamo a diversos agentes económicos de la sociedad, generando con ello utilidades que distribuirá según el origen social de su constitución privada, pública o social⁴.

Dentro del SFM se encuentran diversas clasificaciones que han quedado obsoletas debido al avance y desarrollo tecnológico manifestado tanto en las comunicaciones y avances computacionales (que permitieron la operación las 24 hrs del día, a larga distancia, etc.) como en la teoría financiera. Por lo tanto, la clasificación que a continuación se expone se basa en la propuesta y expuesta por el Lic. Isaías Morales Nájjar⁵, en esta clasificación las IFB se estructuran de la siguiente forma, Amén de El Banco de México (que como se expuso, líneas arriba, es un Órgano regulador);

- Banca Privada
- Banca de Desarrollo

Banca Privada.

⁴ MORALES Nájjar, Isaías. Catedrático de la Facultad de Economía en Finanzas Bancarias. “La intermediación financiera en México; Comparativo de actividades”. México, D.F. Noviembre del 2014.

⁵ *Ibíd.*

La Banca Privada se encuentra dividida en tres tipos de Bancos; Universal, de Nicho y especializada.

Banca Universal

La Banca Universal se caracteriza por ser una misma entidad física que maneja una concentración organizada de diversas actividades y servicios financieros, de ahí su nombre. La cual tiene como ventajas principales:

1. Disminución de los costos de intermediación, debido a la concentración física del negocio.
2. Posibilidad de atraer o retener consumidores, debido a la diversa gama de servicios financieros, basándose en la reputación en una determinada actividad financiera.
3. Proveen de créditos a las empresas ya establecidas para cubrir sus necesidades de diversos tipos.
4. Establecen restricciones a los clientes de acuerdo a su historial crediticio en el buró de crédito.
5. El otorgamiento de crédito se basa en nuevas metodologías de riesgo parametrizadas a condiciones y desempeños.
6. Prefieren otorgar crédito a empresas que ofrezcan garantías de activos tangibles suficientes.

Banca de Nicho.

Son instituciones bancarias pequeñas que se dedican a un cierto segmento de la economía, por lo cual son denominadas también como Instituciones de licencia limitada. Se enfocan a la banca de menudeo, ya que sus operaciones se limitan a espacios geográficos locales o regionales, pero que pueden captar dinero del público.

Estas instituciones bancarias pretenden demostrar que se pueden “bancarizar” a sectores poblacionales considerando los ingresos de uno de los miembros

de una familia que no califican en un banco múltiple para obtener crédito, pero que sumados a los ingresos familiares si cumplen con los requisitos.

Tienen su origen en la Reforma a la Ley de Instituciones de Crédito, realizada por la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados, en Noviembre del 2007. Con el objetivo de adicionar al Sistema Financiero a más participantes de la sociedad garantizando solidez, solvencia y eficiencia del sector, así como estimular la competencia en el sistema bancario.

Este régimen permite que un banco lleve a cabo algunas operaciones que les permite la ley a un menor costo regulatorio, y a su vez, les permite ofrecer productos más flexibles a precios más competitivos (debido a que se les exige un menor requerimiento de capital) que satisfagan las necesidades de sectores de la población antes desatendidos.

Los Bancos de Nicho se clasifican, a su vez, en dos grupos; La Banca comercial y la Banca al Menudeo.

- Banca Comercial.- Son generalmente bancos grandes ubicados en zonas urbanizadas que básicamente efectúan préstamos a empresas, es decir, facilitan las operaciones entre corporativos y fungen como bancos corresponsables para bancos más pequeños. Su cartera es más sofisticada y su fondeo está concentrado en Certificados de Depósito (CDs) adquiridos en el mercado, así como en fondos federales.

Debido a que el margen neto de intereses generalmente será estrecho, los gastos operativos deberán ser bajos con relación al tamaño de los activos. En estos bancos el banquero observa oportunidades de otorgamiento de préstamos y de inversiones en primera instancia, y después decide cómo obtener el fondeo para estos propósitos.

- Banca al Menudeo.- son Bancos generalmente pequeños ubicados en comunidades rurales o subdesarrolladas, efectúan préstamos principalmente para el consumo, bienes raíces y a pequeños negocios. Su cartera contiene, en la mayoría de las ocasiones, títulos de valores comunes y con bajo riesgo ya que el fondeo se lleva a cabo,

fundamentalmente mediante depósitos base. El volumen de los títulos de valores generalmente dependen de la demanda de préstamos.

El margen neto de interés es comúnmente grande, así como los gastos operativos en relación con el tamaño de los activos. En este tipo de bancos, el banquero toma primero los depósitos y después decide la manera en qué va a invertir los fondos correspondientes.

Banca Especializada.

Como su nombre lo indica, separan funcional y orgánicamente las actividades financieras bajo los principios de experticia y disminución de riesgos. La competencia de este tipo de bancos hace comercialmente indispensable la búsqueda de nuevas maneras de enriquecimiento.

Entre sus ventajas competitivas se encuentran:

1. Mantenimiento de la estabilidad financiera.
2. Mayor destreza por parte del Gobierno para dirigir recursos.- Políticas públicas de promoción y fomentos de una determinada área.
3. Mayor eficiencia y competencia.
4. Prevención de prácticas abusivas.
5. Menores situaciones de conflictos de interés, como consecuencia de limitaciones operacionales.
6. Control de riesgos en sus áreas expertas.

En México y para Noviembre del 2014, dentro de la clasificación ya mencionada aparecen los siguientes Bancos:

❖ Banca Universal (G-7).

Banamex, Banorte, BBVA Bancomer, HSBC, Inbursa, Santander, Scotiabank Inverlat.

❖ Banca de Nicho.

✓ Banca Comercial.

Afirme, Bajío, Banregio, Bansí, CIBanco, Interacciones, Invex, Ixe, Mifel, Multiva, Regional, Tokyo-Mitsubishi, Ve Por Más.

✓ Banca al Menudeo.

American Express, Amigo, Autofin, Azteca, Bancoppel, Compartamos, Fácil, Famsa, Volkswagen Bank, Wal-Mart.

❖ Banca especializada/Inversión.

Actinver, Bank Of America, Bank Of New York, Barclays, Credit Suisse, Deutsche, ING, JPMorgan, Monex, RBS, UBS.

Frente al desvanecimiento del margen operativo y, como consecuencia, la pérdida de depósitos fugados hacia otros activos financieros, la banca se ha visto en la necesidad de diversificar sus actividades tradicionales orientándolas a nuevas y distintas líneas de negocio, entre ellas:

- La creación y gestión de Sociedades de Inversión.
- Gestión de patrimonios privados.
- Fondos de pensiones.
- Operativa en derivados.
- Impulso de nuevos productos y servicios financieros, en algunas ocasiones también la inclusión de servicios no financieros.

Banca de Desarrollo.

Son entidades de la Administración Pública Federal, que representan el brazo operativo para instrumentar y ejecutar acciones financieras de un Gobierno o conjunto de Gobiernos para fomentar la actividad económica en sectores considerados como estratégico y/o prioritarios, dichos sectores contemplan a: La pequeña y mediana empresa, La Obra Pública, Apoyo al comercio exterior, Vivienda y Promoción del Ahorro y Crédito popular.

La Banca de Desarrollo en México adquiere recursos de aportaciones del Gobierno Federal, préstamos del exterior y por emisión de bonos, además de la aceptación de depósitos.

Tipos de Bancos de Desarrollo en México

- Nafin.- Busca fomentar el desarrollo de la pequeña y mediana empresa, proporcionando financiamiento, capacitación y asistencia técnica, así como el desarrollo del mercado financiero, con el fin de promover el crecimiento regional y la creación de empleos para el país.
- Banobras.- Su misión es contribuir a elevar el bienestar de la población, la competitividad del aparato productivo nacional y, en general, las posibilidades de desarrollo del País, con soluciones que promuevan la infraestructura y la provisión de servicios públicos.
- Bancomext.- Tiene el objetivo Impulsar el desarrollo de la mediana y pequeña empresa exportadora.
- Financiera Rural.- Su objetivo es consolidar un sistema de financiamiento y canalización de recursos financieros, asistencia técnica, capacitación y asesoría en el sector rural y propiciar condiciones para la recuperación del nivel de vida en el medio rural mediante la oferta de financiamiento, asesoría y capacitación, en beneficio de los productores rurales, sobre todo a través de entidades intermediarias que aseguren el impacto en ellos.
- Bansefi.- Promueve el ahorro, financiamiento e inversión entre los organismos y entidades de ahorro y crédito popular para impulsar el desarrollo económico regional y nacional.
- SHF.- Impulsa el crédito a la vivienda mediante el otorgamiento de garantías destinadas a la construcción, adquisición y mejora de vivienda, preferentemente de interés social.

Cuasi-bancos.

Son entidades que operan de forma similar a los bancos, proporcionan servicios financieros, específicamente de ahorro y de crédito, a sectores y comunidades que carecen de ellos. Por lo que significan una atractiva opción para los agentes económicos de ingreso medio-bajo.

Dentro de los cuasi-bancos se encuentran las siguientes:

Sociedades de Financieras Populares (Sofipo)

Son entidades de micro finanzas, constituidas como sociedades anónimas de capital variable, facultadas para prestar los siguientes servicios:

- Recibir depósitos.
- Recibir préstamos y créditos de bienes, fideicomisos públicos y organismos internacionales, afores, aseguradoras y afianzadoras.
- Expedir y operar tarjetas de débito y tarjetas recargables.
- Otorgar préstamos o créditos a sus clientes.
- Recibir o emitir órdenes de pago y transferencias.
- Recibir pagos de servicios por cuenta de terceros.
- Realizar la compra-venta de divisas en ventanilla por cuenta de terceros o propia.
- Distribuir seguros, fianzas, así como recursos de programas gubernamentales.

Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (Sofome).

Son sociedades financieras que, a través, de la obtención de recursos mediante el fondeo en instituciones financieras o emisiones de deuda, otorgan crédito al público de diversos sectores. Cabe mencionar que no pueden captar recursos del público y no requieren de la autorización del gobierno federal para constituirse.

Entre las Sofomes encontramos las siguientes organizaciones, consideradas en otrora como Auxiliares de crédito:

- Empresas de Factoraje financiero.- Permite a sus clientes disponer anticipadamente de las cuentas por cobrar, mediante un contrato denominado de factoraje, en el cual la empresa de factoraje pacta con el cliente en adquirir derechos de crédito que este tenga a su favor por un precio determinado, en moneda nacional o extranjera, independientemente de la fecha y la forma en que se pague.
- Arrendadoras de Crédito.- Son empresas que se obligan a adquirir determinados bienes u a conceder su uso o goce temporal, a plazo forzoso, a una persona física o moral, obligándose esta a pagar una contraprestación, que se liquidará en pagos parciales que cubran el valor de adquisición de los bienes, las cargas financieras y los demás accesorios.

Cajas de Ahorro.

Son entidades de crédito con forma jurídica de funciones privadas que realizan operaciones de depósito y préstamo similares a los bancos, actuando con criterios de competencia. No obstante, una parte importante de su beneficio se reinvierte en la sociedad a través de su obra social (concesión de becas, recuperación del patrimonio histórico-artístico, patrocinio de exposiciones de arte, etc.), por lo que a parte de su función financiera, realiza una labor benéfico-social. Están especializadas en canalizar el ahorro popular y en financiar familias y medianas y pequeñas empresas, teniendo una amplia red de oficinas a nivel local. Cabe mencionar que, las cajas de ahorro son propiedad de fundaciones, ayuntamientos, diputaciones provinciales o comunidades autónomas.

Uniones de Crédito.

Están Organizadas como sociedades anónimas constituidas con el propósito de ofrecer acceso al financiamiento a sus socios. A sí mismo ofrecen condiciones favorables para ahorrar, recibir préstamos y servicios financieros.

Actividades que realizan.

- Garantizar el uso del crédito a sus socios, y prestar garantías o aval en los créditos que contraen sus socios.
- Recibir préstamos exclusivamente de sus socios, de institución de crédito, de seguros y fianzas del país o de entidades financieras del exterior así como de sus proveedores.
- Practicar con sus socios operaciones de descuento, préstamos y créditos de toda clase.
- Recibir de sus socios depósitos de dinero para el exclusivo objeto de prestar servicios de caja, cuyos saldos podrá depositar la Unión de crédito en instituciones de crédito o invertirlos en valores gubernamentales.
- Encargarse de la compra y venta de los frutos o productos obtenidos por sus socios o por terceros.
- Encargarse, por cuenta propia, de la transformación industrial o del beneficio de los productos obtenidos o elaborados por sus socios.

Instituciones Financieras No Bancarias (IFNB)

Las IFNB constituyen otra opción de financiamiento importante para; empresas, entidades gubernamentales e inversionistas, a precios competitivos. Es decir, representan una forma alternativa de inversión diferente a las IFB. Este financiamiento alternativo se da a través de la intermediación de valores, entre instituciones públicas y privadas con el público inversionista.

Las IFNB están constituidas por el mercado de valores⁶, el cual está compuesto, a su vez, por tres grandes grupos, a saber; Organismos

⁶ En economías con alto grado de desarrollo, los mercados de valores constituyen una alternativa ágil de financiamiento. Ya que permiten que los recursos de una economía se canalicen hacia actividades productivas de forma eficiente. De ahí su importancia de su crecimiento.

reguladores, entidades operativas y entidades de apoyo (Centro Educativo del Mercado de Valores, BMV).

- Organismos reguladores; este grupo está compuesto por la SHCP, el Banxico y la CNBV.
- Entidades operativas; está compuesto por las Empresas Emisoras, las Casas de Bolsa, Especialistas Bursátiles, los Bancos, Inversionistas y las Sociedades de Inversión.

Y, finalmente:

- Entidades de Apoyo constituidas por; la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), las Calificadoras de Valores y el Indeval.

A continuación se describirá a los integrantes de cada grupo que compone el mercado de valores, comenzando con el segundo grupo, debido a que el correspondiente a los Organismo reguladores fue descrito en la primera parte de la presente sección.

Entidades operativas.

Las entidades operativas comprenden todas aquellas que intervienen directamente en la compra-venta de activos financieros, éstas son:

- Empresas Emisoras.- son todas aquellas entidades o unidades económicas que requieren financiamiento y que acuden al Mercado de Valores para obtenerlo. Estas obtienen el financiamiento requerido emitiendo acciones o demás activos financieros. Las empresas emisoras se dividen, a su vez, en tres grandes grupos; el sector público; constituido por Gobiernos locales, Instituciones y Organismos Gubernamentales; Sector Privado; Empresas financieras y no financieras, y por último; Sector Paraestatal; compuesto por empresas con participación de capital gubernamental y de capital privado (Centro educativo del Mercado de Valores 2001).
- Casas de Bolsa.- Son intermediarios financieros que están facultadas para llevar a cabo operaciones de compra y venta de valores cotizados

en la BMV y autorizados para actuar como asesores financieros de sus clientes. Como identidad financiera sus servicios están sujetos a comisiones. Su actividad esta desinada a realizar operaciones para intermediar la oferta y demanda de valores, administrar carteras de valores propiedad de terceros y actuar como agentes de valores en calidad de personas morales.

- Especialistas bursátiles.- Son aquellos que actúan como intermediarios por cuenta propia respecto de los que se encuentran registrados como especialistas en la BMV. Así mismo, reciben préstamos (créditos) de Instituciones de crédito y de organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que le sean propias, así como celebrar reportes sobre valores. Es decir, son aquellas que realizan operaciones por cuenta propia respecto de los valores en que sean especialistas, para facilitar la colocación de dichos valores o coadyuvar a la mayor estabilidad de precios de estos.
- Inversionistas.- son todas aquellas unidades superavitarias en ahorro que buscan minimizar riesgos, maximizar liquidez y rendimientos. Cada uno de ellos tiene una percepción diferente de los conceptos mencionados, se clasifican de acuerdo a su propia naturaleza en; personas físicas, empresas o instituciones no financieras e inversionistas Institucionales.
- Sociedades de Inversión.- también conocidas como fondos, representan la forma más accesible para que, los pequeños y medianos inversionistas, puedan beneficiarse del ahorro en instrumentos bursátiles. En la Sociedad de Inversión, los recursos de dichos inversionistas se suman a las de otros, permitiendo así ampliar las opciones de valores bursátiles consideradas, mismas que no podrían realizarse de otra manera ya que, la adquisición unitaria de instrumentos bursátiles representarían algunos problemas tales como; costos mínimos elevados y por ende poco accesibles para los inversionistas en cuestión, la adquisición unitaria de instrumentos bursátiles equivaldría a concentrar exclusivamente su inversión omitiendo la diversificación

(principio fundamental para disminuir el riesgo), y el poco o nulo conocimiento de la operación en el mercado de valores.

Entidades de Apoyo.

Como su nombre lo indica, son aquellas que fungen como apoyo de las entidades reguladoras y de las operativas, a través de proveer la infraestructura, información, depósito de valores, etc. y, que permiten, a las entidades operativas, la realización de sus operaciones propias de manera eficiente. Éstas son:

- BMV.- Es una entidad financiera que opera por concesión de la SHCP con apego a la Ley Del Mercado de Valores, constituida legalmente como sociedad anónima de capital variable. En ella se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, teniendo como objeto el de facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado, fomentar su expansión y competitividad. Sus accionistas son exclusivamente las casas de bolsa autorizadas, las cuales poseen una acción cada una (BMV, 2007).
- AMIB.- Es una institución no lucrativa que representa los intereses de los intermediarios bursátiles ante todo tipo de instancias públicas y privadas. Tiene como misión; la coordinación eficaz de las necesidades de los intermediarios en particular y del mercado bursátil en general, en lo relacionado con los instrumentos, modalidades operativas, infraestructura y servicios para la mejora continua del sistema de intermediación bursátil, incluyendo la gestión e instrumentación de las normas públicas y autorregulatorias en las que se sustente el desarrollo permanente de los mercados de valores y de instrumentos derivados. Actuar como organismo autorregulatorio en coordinación y complemento de los órganos de regulación y autorregulación de los mercados de valores y de instrumentos derivados. Así como también promover y difundir la cultura financiera y bursátil. (AMIB)
- CaVal.- Son aquellas personas morales cuyo objeto social es, exclusivamente, la prestación habitual y profesional del servicio de;

estudio, análisis, opinión, evaluación y dictaminación sobre la calidad crediticia de valores. Asimismo, contribuyen a perfeccionar los mecanismos del mercado de valores y a consolidar la confianza de los inversionistas en el medio (CONDUSEF, 2013)

- Indeval. Es la institución privada que cuenta con autorización, de acuerdo a la ley, para operar como depósito central de valores, y que, proporciona los siguientes servicios; custodia y administración de valores (Guarda física de los valores y/o su registro electrónico, Depósito y retiro físico de documentos de las bóvedas de la institución y Ejercicios de derechos en efectivo, en especie y mixtos), Operación Nacional (Transferencia electrónica de valores y de efectivo, Compensación de operaciones y liquidación, Liquidación de operaciones para el Mercado de Dinero y Mercado de Capitales, y por último, Administración de Colaterales), Operación Internacional (Liquidación de operaciones en mercados internacionales, Administración de derechos patrimoniales de emisiones extranjeras, y Administración de impuestos sobre acciones estadounidenses) y Servicios de Información.

El Sistema financiero comprende dentro de las IFNB al mercado de valores. En la sección anterior se expuso su estructura, pero, para una mejor exposición definimos al Mercado de Valores como: *“...el conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores.”* (Inducción al Mercado de Valores; Centro educativo del Mercado de Valores.) Como todo mercado, existen los componentes de Oferta y Demanda, la Oferta en éste mercado está constituida por los títulos emitidos por las Empresas Emisoras, mientras que la Demanda está constituida por los fondos disponibles para inversión que proceden de personas físicas o morales.

La desaparición de límites entre los Intermediarios financieros.

Como se expuso, el Sistema Financiero, Amén de los organismos rectores, comprende las IFB, IFNB y Entidades de apoyo que representan parte

importante de este⁷, cada uno de ellos con funciones y facultades específicas (ya expuestas) pero que hoy en día son difíciles de delimitar.

Por eso cuando se habla de desaparición de límites de sus operaciones de dichas instituciones, se refiere al concepto utilizado por Eugenia Correa cuando señala:

“[...] Así se produce la universalización de los intermediarios, en el sentido de que se van diluyendo las fronteras de los intermediarios [...] con lo que operan como verdaderos conglomerados financieros.”

Es decir, hoy, las instituciones financieras tienen la capacidad de realizar operaciones que en antaño estaban reservadas para un determinado conjunto de instituciones que cumplían con cierto perfil financiero, por lo que las barreras o límites entre estos fueron desapareciendo producto de la desregulación financiera y la innovación financiera que se viene gestando en las últimas décadas en la estructura financiera internacional. Así entonces se establecen condiciones de globalización y conglomeración financiera, porque estos mismos aspectos (desregulación e innovación financiera) favorecen precisamente a los conglomerados financieros dado que sólo ellos pueden realizar diversidad de operaciones, ya que tienen acceso a todos y cada uno de los servicios que ofrece el mercado.

⁷En síntesis, el SFM está conformado por; **entidades reguladoras** (SHCP, Banxico y CNBV), **IFB** (Banca Central, Banca de Desarrollo, Banca Múltiple y Organismos Auxiliares de Crédito) e **IFNB** (Entidades operativas, Empresas Emisoras, las Casas de Bolsa, Especialistas Bursátiles, los Bancos, Inversionistas y las Sociedades de Inversión. Sin olvidar a las Entidades de Apoyo BMV, AMIB, las CaVal e Indeval.) Cada una de ellas con funciones y objetivos definidos y a las cuales sólo falta agregar a; la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (**CNSF**), Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (**CONDUSEF**) y la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (**CONSAR**)

CNSF.-tiene como objetivo el garantizar al público usuario de los seguros y las fianzas que los servicios y actividades que las instituciones y entidades autorizadas realizan, se apeguen a lo establecido por las leyes.

CONDUSEF.- tiene por objeto promover, asesorar, proteger y defender los intereses de los usuarios, actuar como árbitro en los conflictos que éstos sometan a su jurisdicción y promover la equidad en las relaciones entre éstos y las Instituciones Financieras.

CONSAR.- tiene por objeto la Coordinación, Regulación, Supervisión y Vigilancia de los Sistemas de Ahorro para el Retiro. (Centro Educativo del Mercado de Valores, 2001).

“[...] la misma desregulación restringe la participación en los mercados de otros competidores (no son las mismas condiciones de equidad entre los participantes; no se tiene acceso a todos los servicios que el sistema ofrece) lo que induce a condiciones de competencia monopólica.” (TOPOROWSKI, Jan. “El ciclo monetario vuelve a visitar a los países en desarrollo

Se tiene así a grandes corporaciones controlado gran parte del mercado, así como los ingresos/beneficios (ver Cuadro No. 1.5) Distribución de contratos de derivados 25 megaconglomerados financieros) debido al proceso desregulador e innovador financiero que permite la universalización de los intermediarios.

Sin embargo, la estructura del Sistema Financiero es en esencia lo expuesto hasta esta sección, pero dado que está integrado al contexto internacional financiero, no escapa de este fenómeno globalizador. Es importante considerar todo lo anterior debido a que el presente trabajo permite ser mejor entendido considerando la mecánica antes expuesta.

I.2. Los Mercados Financieros en México

El SFM cumple diversas funciones: Función de ahorro, función patrimonial, función crediticia, función de pagos, etc. Todas ellas a través de los mercados financieros, Los mercados financieros son los canales donde fluyen los recursos monetarios, ofertados y demandados por los agentes económicos

Como se indicó anteriormente, el Sistema financiero comprende dentro de las IFNB al mercado de valores. En la sección anterior se expuso su estructura, pero, para una mejor exposición definimos al Mercado de Valores como: *“...el conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores.”* (Inducción al Mercado de Valores; Centro educativo del Mercado de Valores.) Como todo mercado, existen los componentes de Oferta y Demanda, la Oferta en éste mercado está constituida por los títulos emitidos por las Empresas Emisoras, mientras que la Demanda está constituida por los fondos disponibles para inversión que proceden de personas físicas o morales.

El Mercado de Valores engloba todos los mercados financieros a saber: el mercado de Dinero, de capitales, Primario, Secundario, spot, etc.⁸

Para los fines del presente trabajo consideraremos a cuatro mercados en específico: Mercado de Dinero, Mercado de Capitales, Mercado de Títulos de deuda y por último el Mercado de derivados.

Mercado de Dinero.

El mercado de Dinero se caracteriza por financiar créditos a corto plazo, financiamiento que proviene de los recursos aportados por los agentes económicos superavitarios en el corto plazo, mismos que demandan agentes económicos deficitarios en dicho plazo, es decir, en el mercado de Dinero se negocian instrumentos financieros cuyo plazo de vencimiento no excede un año y porque son de renta fija.

El Mercado de Dinero se puede dividir en dos: Mercado Primario y Mercado Secundario. El Mercado Primario es donde se generan por primera vez los títulos, se negocian directamente entre el emisor y el inversionista, generando un movimiento de efectivo de éste último (El inversionista) al emisor.

En el Mercado Secundario se ofertan y demandan Títulos que ya han sido emitidos anteriormente, proporcionando liquidez a sus tenedores a través de la cesión de derechos de los títulos al comprador, en este proceso no interviene en ningún momento el emisor y proporciona un ajuste de cartera al inversionista al piramidar sus inversiones y con ello maximizar su rendimiento.

Como se puede apreciar el Mercado Primario y el Mercado Secundario se encuentran íntimamente relacionados, debido a que, el Mercado Secundario no existiría sin el Mercado Primario ya que en éste último se generan los Títulos y, el Mercado Secundario genera liquidez para el Mercado Primario.

Los instrumentos del Mercado de Dinero se clasifican: por su forma de cotización, colocación y riesgo del Emisor.⁹

⁸ En el Mercado de Valores los títulos se clasifican de acuerdo al destino de los recursos monetarios en: Mercado de Dinero, Mercado de Capitales y metales amonedados. (Apuntes Finanzas Bursátiles Marzo 2008, Profesor Lemus Arrona Leandro Javier.).

Por su Forma de Cotización:

Descuento.- Cuando el precio de compra se determina aplicando una tasa de descuento al Valor Nominal del título, donde la ganancia de capital resulta del diferencial entre el valor nominal y el precio de adquisición. Es decir, se conoce el valor de los títulos y también su rendimiento, a través de tasas de interés. Entre los que podemos señalar: CETES, papel comercial, aceptaciones bancarias, bono de prenda, por citar algunos.

Precio.- Son aquellos cuyo precio de compra se obtiene como resultado de sumar el valor presente de los pagos periódicos, que ofrezca devengar, cuyo precio de compra puede estar por arriba o por debajo del valor nominal (sobre par). Por ejemplo: BONDES, certificados bursátiles, Udibonos, Bonos IPAB, ETC.

Por su Forma de Colocación:

Oferta Pública.- Los Valores se ofertan a través de algún medio de comunicación masiva al público en general, especificando cada una de las características de la emisión:

Subasta de Valores.- la venta de los Valores se hace al mejor postor.

Colocación Privada.- se ofertan Valores a una persona de manera específica y particular, sin recurrir a medios masivos de comunicación.

Por el grado de Riesgo.

De acuerdo al grado de riesgo que representan los Valores (la capacidad de pago del emisor), los Valores se clasifican en:

Gubernamentales.- Los Valores tienen la garantía del Gobierno Federal.

Bancarios.- son Valores emitidos y garantizados por el patrimonio de las entidades financieras (Bancos, Casas de Bolsa, Arrendadoras, etc.).

⁹ Según la clasificación generalmente aceptada y presentada por Bancomer. www.bancomer.com.mx.

Comerciales o Privados.- Los Valores son emitidos por las empresas comerciales o privadas y su garantía consiste en el patrimonio de dichas empresas, ya sea quirografaria o de garantía específica.

Las empresas, las personas físicas y el gobierno recurren a este mercado para financiar su capital de trabajo, pagar cuentas de consumo y para financiar desfases entre el gasto corriente y la percepción de ingresos, respectivamente.

Cabe mencionar que, los principales productos derivados del Mercado de Dinero son: FRA'S con base en la TIIE y sobre la inflación, e IRS¹⁰, en base a TIIE cada 28 días. Ambos contratos pueden establecerse hasta plazos máximos de 2 y 10 años.

Mercado de Capitales.

Está conformado para proveer la captación y colocación de créditos en el largo plazo (períodos de vencimiento mayor a un año) para las empresas, particulares y el Gobierno, y tiene por objetivo el financiamiento de activos fijos, es decir, permiten la construcción de fábricas, permiten el equipamiento industrial, obras públicas, la adquisición de bienes de consumo durables, etc. Los agentes económicos que proveen de estos recursos financieros a éste mercado son aquellos que no los utilizar en el corto plazo. Los instrumentos comúnmente negociados en éste mercado son las acciones.

Las acciones representan una parte del capital social de la empresa emisora, por lo que los inversionistas, al adquirir una acción de dicha empresa, se convierten en socios con derechos (y obligaciones) a participar en los rendimientos de la empresa. Los rendimientos para los inversionistas se presentan en dos formas: Dividendos y en forma de Ganancias de capital, los dividendos los genera la empresa misma con su desempeño y las expectativas de desarrollo sobre la misma, mientras que las ganancias de capital radica en el diferencial entre el precio en que compro la acción y el precio en el que vende la misma.

¹⁰ Futuros de Tasas de interés, FRA'S, y Contratos de Intercambio de Tasas de Interés IRS. (Forward's Rates Agreements y Interest Rate Swaps, respectivamente.).

Resalta de gran importancia señalar que el plazo de estos Valores (acciones) no está definido del todo¹¹, ya que el inversionista podrá tener la acción según considere, tomando en cuenta el desempeño de la empresa, además del grado de riesgo que desee afrontar, siempre asesorado por expertos bursátiles.

Mercado de Títulos de Deuda.

En este mercado los instrumentos financieros se clasifican de largo plazo, los cuales implican una deuda para el emisor, aunque se consideran de renta fija su objetivo principal es el financiamiento para infraestructura y activo fijo en el caso del Gobierno Federal y de las empresas respectivamente. Los instrumentos de este mercado (al igual que en el Mercado de Dinero) cotizan a precio, descuento y cobertura cambiaria.

Entre los Instrumentos financieros que cotizan a Precio, Descuento y cobertura cambiaria en este mercado, se tienen:

- Precio¹²: CETES, Papel Comercial, Aceptaciones bancarias, pagaré bancario y bono de prenda.
- Descuento: Bondes, Certificados Bursátiles, Udibonos, Bonos de regulación monetaria.
- Cobertura Cambiaria: UMS (United Mexican States) y papel indizado.

I.3. Mercado de Derivados en México; el MexDer.

Antecedentes internacionales.

Hablar del mercado de derivados es hablar de un mercado longevo contrario a lo que comúnmente se piensa, ya que con la reciente volatilidad en las variables macroeconómicas Nacionales e internacionales¹³ ha recobrado

¹¹ Bolsa mexicana de Valores. www.bmv.com.mx/aserca de la BMV/ instrumentos bursátiles/Mercado de capitales/Acciones.

¹² Dentro de los Instrumentos que cotizan a precio se encuentran Instrumentos de Largo Plazo que pueden ser considerados en el mercado de Dinero También.

¹³ Después de del rompimiento con el patrón monetario de Bretton Woods en 1973, se llevó a cabo un proceso de transformación en la estructura financiera mundial, que arrojó como resultado inmediato la innovación financiera mediante la cual, **“...los conglomerados financieros buscan alcanzar su máxima ganancia.”** (SOTO Esquivel, Roberto.). A partir de entonces las relaciones entre las autoridades

interés. Los IFD eran ya utilizados en la antigua Grecia, en el antiguo Egipto y durante el imperio romano; Han sido utilizados desde la antigüedad para protegerse de las volatilidades en los precios de mercado (Grecia clásica), asegurar el precio del trigo (romanos), el abastecimiento de mercancías (Egipto), sin olvidar a los Shogunes japoneses que realizaron Innovaciones en conceptos tales como conceptos de entrega y normalización de mercancías en el Siglo XVIII. Los primeros mercados derivados se hicieron en torno a las opciones y futuros. A continuación se muestra la cronología del mercado de derivados en los Estados Unidos de América para los contratos de Futuros, mientras que el desarrollo del mercado de Opciones se presenta en Europa.

Mercado de Futuros.

Cronograma:

- **S. XIX (1801-1900) CBOT**

- ✓ Incipiente mercado de Futuros en EUA,
- ✓ 1848, CBOT, Inicia operaciones, sirve de enlace entre comerciantes y agrícolas con el objetivo de estandariza cantidades y calidades de cereales.
- ✓ Primer instrumento de opciones sobre cereales *To arrive*.
- ✓ CBOT subyacentes: Maíz, trigo, avena, soja, plata, bonos y letras del tesoro.
- ✓ 2ª Guerra Mundial 1^{er} Mercado organizado EUA

- Segunda mitad S. XX

- ✓ El mercado de Futuros se desarrolla en EUA y Europa.

- **Chicago Mercantile Exchange CME**

- ✓ **1874** Chicago Produce Excgange
- ✓ **1898** Butter and Egg Board.
- ✓ **1919** Chicago Mercantile Exchange **CME** productos porcinos y vacunos, S&P 500 Stock Index, divisas.

Tabla I.1

Principales mercados de Futuros Internacionales	
Bolsa de mercaderías y Futuros BMF	London International Financial Futures Exchange LIFFE
Chicago Board of Trade CBOT	Singapore International Monetary Exchange sgx-DT
Chicago Mercantile Exchange CME	Sydney Futures Exchange SFE
European Exchange EUREX	Tokio International Financial Futures Exchange TIFFE

financieras y los participantes del Sistema Financiero se tornan más complejas alterando con ello el comportamiento de las variables monetarias (tasa de interés, tipo de cambio, etc.)

Fuente: DE LARA HARO, Alfonso. Productos derivados financieros; Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos. Limusa (Noriega Editores). México 2007

Mercado de Opciones.

- Edad Media (S V, 401-500),
- ✓ Surge el mercado de opciones con miras de protección ante variaciones inesperadas en las mercancías, sin embargo, no contaban con la liquidez ni con las garantías adecuadas.
- S XVII (1601-1700)
- ✓ Bolsa de Amsterdám- tiene por objeto la protección ante contextos de volatilidades de precios en bulbos de tulipán.
- Finales del S XVII
- ✓ Londres. Mercado Organizado de Opciones.
- S. XX (1901-2000)
- ✓ Put and calls brokers.
- ✓ Dealers Association Proporciona sistema de organización a los participantes.
- 1973 Preponderancia del mercado de Opciones en EUA OTC.
- ✓ CBOE Opciones sobre acciones de la bolsa.
- 80`s
- ✓ Importancia creciente de opciones sobre divisas, índices bursátiles y contratos sobre futuros.

Tabla I.2

Principales mercados de opciones	
Austria Futures and Options Exchange ÖTOB	Marchè des Options Négociables de París MONEP
Chicago Board Options Exchange CBOE	Philadelphia Stock Exchange PHL
European Options Exchange EOE	Stockholm Options Market OM
Finnish Options Exchange FOEX	Swiss Options and Financial Futures Exchange SOFFEX

Fuente: DE LARA HARO, Alfonso. Productos derivados financieros; Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos. Limusa (Noriega Editores). México 2007

En la cronología puede observarse cómo los contratos de opciones incluso datan desde la edad media hasta nuestros días y además como se desarrollan en países como Holanda e Inglaterra y es justamente en éste último país en donde surge el primer mercado de Opciones en Europa, mientras que es hasta después la segunda guerra mundial que surge el primer mercado organizado de Futuros en Estados Unidos.

Definición de Instrumentos Financieros Derivados (IFD).

Queda claro que los IFD y su operación no es algo reciente, sino que han recobrado la importancia e interés dado la lógica y estado de la realidad

económica y financiera que impera en nuestros días, así pues, resulta necesario definir éstos instrumentos financieros y resaltar su importancia. Los IFD, como su nombre lo indica, son Instrumentos financieros cuyo valor se deriva de otro. Es decir, son Instrumentos financieros cuyo valor está supeditado al valor de otro instrumento y su comportamiento está determinado también por éste. Más formalmente se define a los IFD como activo financiero que tiene como referencia un activo subyacente (De LARA, Alfonso; 2010), donde el activo subyacente (en torno al cual está determinado el valor del IFD) son considerados como variables más importantes por ser las variables macroeconómicas, así entonces, los activos subyacentes pueden ser; desde materias primas, cuyo precio se cotice en los mercados internacionales (commodity), hasta activos financieros como títulos accionarios, índices (IPC), tipos de cambio, o un instrumento de deuda, etc. Los IFD más simples (primera generación o plan vanilla) son; Contratos adelantados o forwards, contratos de futuros, contratos de opciones y contratos de swaps. A continuación se enuncian sus características.

Los IFD de primera generación.

Contratos adelantados o forwards.- son acuerdos entre dos partes para comprar-vender un activo en una fecha futura y a un precio previamente pactado. Así, entonces, consiste en una operación que se pacta hoy pero que se liquida mañana. Opera en el mercado extrabursátil (OTC) entre dos instituciones o entre una institución financiera y sus clientes ya que son personalizados “hechos a la medida”.

Contratos de futuros.- son contratos con las mismas características que los contratos adelantados, pero a diferencia de éstos operan en el mercado organizado por ser instrumentos estandarizados y negociados entre partes que no necesariamente se conocen.

Contratos de opciones.- son contratos que le dan al tenedor, la opción más no la obligación de ejercer la compra o venta del subyacente. Están diseñados para que el comprador del contrato de opción se beneficie de los movimientos del mercado en una dirección, pero que no se vea perjudicado por el

movimiento en la dirección contraria. Existen dos tipos de contratos de opciones; call option u opción de compra (otorga el derecho de comprar, en una fecha futura, una cantidad específica de un activo subyacente a un precio determinado durante la vigencia del contrato) y put opción u opción de venta (otorga el derecho de vender en una fecha futura, una cantidad específica de un activo subyacente a un precio determinado durante la vigencia del contrato).

Contratos de swaps.- son acuerdos mediante los cuales los participantes en el mercado se comprometen a intercambiar, simultáneamente, flujos de efectivo en distintas monedas o bases en el cálculo de tasas de interés (tasa fija por flotante). Existen dos tipos de swaps denominados como básicos; de tasa de interés (IRS, Interest Rate Swaps) y de monedas (CCIRS, Cross Currency Interest Rate Swaps).

Importancia de los IFD

Los IFD son muy apreciados por los inversionistas y demás participantes del mercado financiero últimamente, para ser exactos en las últimas cuatro décadas, esto debido a que permiten gozar de cierta estabilidad en períodos donde abundan alta volatilidad y turbulencia financiera¹⁴. Dentro de las ventajas que ofrecen se tiene:

- Ganancias más estables.
- Liquidez adicional.
- Incrementa las ventajas comparativas.

Proporcionan ganancias más estables dado que los IFD permiten separar riesgos de los activos financieros¹⁵ (vía operaciones de cobertura), lo que implica que las ganancias se vuelvan menos sensibles a la volatilidad de las variables macroeconómicas (tasa de interés, tipo de cambio, INPC, etc.)

¹⁴ Relatar lo relacionado con el tratado de BW

¹⁵ "Los derivados, [...] separan la tenencia del activo de los riesgos de mercado y no otorgan al tenedor del contrato ningún derecho accionario hasta la expiración del mismo. No obstante, lo expone (al tenedor) a los riesgos de mercado." (JORION; 2008)

Proporcionan liquidez adicional. En un contexto en donde los IFD permiten la separación de los riesgos de sus activos, creando un mercado para cada uno de ellos que además de redundar en una mayor estabilidad crean oportunidades de operaciones de arbitraje adicionales¹⁶ con también oportunidades de ganancia adicional. Lo cual representan una gran ventaja si consideramos un entorno actual donde precisamente liquidez es lo que menos existe, cuando las variables macroeconómicas son muy volátiles.

Incrementan las ventajas comparativas en el sentido de que, permiten reducir los costos de transacción en el mercado financiero, esto a través del apalancamiento, entendido este como la posibilidad de realizar numerosas operaciones a reducido costo ya que; “a través de una inversión inicial pequeña los IFD pueden ser utilizados para crear apalancamiento” (JORION; 2008). Así entonces los participantes se encuentran en mejor posición para poder estabilizar sus ganancias¹⁷.

Estas ventajas se basan, como puede notarse, en la transferencia de riesgo y en el apalancamiento, por eso cuando se habla del mercado de derivados, se habla de un mercado de transferencia (compra-venta) de riesgos que complementa al mercado financiero, porque genera estabilidad a través de la generación de un mercado para cada riesgo que es separado de su activo, lo que permite disminuir el impacto de información de un nuevo riesgo de un activo en particular con el resto del mercado.

Sin embargo, a pesar de ser fuente de estabilidad financiera lo cierto es que también inciden en la desestabilidad financiera convirtiéndose, incluso, en factores determinantes de esta. Las razones: desregulación financiera,

¹⁶ Autores como de LARA Alfonso consideran que los IFD tienen tres finalidades básicas; Cobertura, Especulación y Arbitraje, por esta última se entiende como la operación en los mercados financieros para obtener una ganancia a valor presente sin riesgo, aprovechando alguna imperfección detectada en dichos mercados.

¹⁷ Un ejemplo puede ser los swaps de tasas de interés, estos permiten a los participantes explotar mejor sus ventajas comparativas al cambiar con otro participante, previo acuerdo, intercambiar las tasas de fija a variable o a la inversa según sus necesidades.

transferencia de riesgos¹⁸, apalancamiento y arbitraje adicional. Es decir, los mismos motivos que hacen de los IFD como factores importantes de estabilidad financiera son los mismos que los hacen en factores, pero esta vez de desestabilidad. Las empresas y grandes corporativos comienzan a dotar de sofisticadas tecnologías, personal calificado a sus tesorerías para poder acceder e incrementar estas operaciones con rentabilidades adicionales, siendo la ingeniería financiera el resultado de este proceso. La ingeniería financiera proporciona alternativas creativas para protegerse contra los riesgos financieros o especular con ellos¹⁹ cuando los inversionistas confieren liquidez al mercado con la esperanza de obtener ganancias sus transacciones²⁰. Los nuevos instrumentos que surgen a partir de la diseminación de riesgos de sus activos permiten la creación de nuevos instrumentos con características propias (sustituibilidad de activos) que consisten principalmente en la transferencia de riesgos, misma que se vuelve también en un factor a considerar para la inestabilidad cuando los niveles de transferencia son tal que no se utilizan los IFD como cobertura nada más, sino que son utilizados para realizar apuestas direccionales en los movimientos del precio de un producto derivado para obtener una ganancia o rendimiento acorde con el riesgo que asume (de LARA, Alfonso. 2010) . Es decir, se compran y venden de manera indiscriminada gran cantidad de riesgos, dada la capacidad de apalancamiento que poseen implícitamente, bajo el supuesto (erróneo) de que los IFD por sí mismos desaparecen los riesgos financieros. Si a esto le añadimos el que la innovación financiera se consolida, entonces esta determina condiciones de

¹⁸ La innovación financiera permite entre otras cosas la multiplicación de deudores y acreedores en una diversificación, descomposición y transferencia de riesgo, sin que esto signifique, necesariamente, su eliminación (AGLIETTA, Michael *Macroéconomie Financière. Crises financières, et régulation monétaire*, París, La Découverte)

¹⁹ Los nuevos instrumentos de estos sobre pasas leyes fiscales y regulaciones existentes en un principio, pues poseen características propias que permiten realizar operaciones no consideradas y reguladas por estas. Es decir, la innovación financiera surge como respuesta a cambios que se llegan a observar en el esquema fiscal y regulatorio. Como ejemplo de esto se tiene a los bonos cupón cero que fueron creados para obtener ventaja de las diferencias en las tasas impositivas mediante la separación de los bonos en sus saldos constitutivos, orillando a las autoridades a cambiar el código fiscal para mantenerlos “en cintura”.

²⁰ JORION, Philippe.

competencia monopólica dado que, no existen las mismas condiciones de igualdad entre los participantes en el mercado de derivados, es decir, no todos tienen el mismo acceso a todos los servicios que el mercado ofrece²¹. Así, las condiciones para una concentración financiera en manos de conglomerados financieros y grandes empresas y de burbujas financieras se acentúan, es decir, no todas las empresas o inversionistas tienen la misma capacidad para dotar a sus tesorerías o de dotarse de los equipos de alta tecnología y sofisticados medios, lo que les hace mantenerse al margen de los completos beneficios de la ingeniería financiera y por tanto del mercado

De esta manera, en la medida en que resultan prioritarias operaciones especulativas por encima de las encaminadas a las de cobertura con IFD se crean burbujas financieras, dado que implican, necesariamente, el que dichos participantes realicen grandes operaciones que nada tiene que ver con su giro principal, Así entonces dada la gran aceptación que han tenido por las características antes expuestas, es que se habla de una creciente financiarización de la economía, concebido este como “...*el proceso mediante el cual la esfera financiera de la economía cobra creciente importancia respecto a la esfera productiva e impone su lógica de operación*” (GUILLÉN, Arturo; 2007). En otras palabras, la inversión productiva y su importancia se ven relegadas por la inversión financiera, la cual sólo permite incrementar las ganancias lejos de transformarse en empleos, infraestructura, crecimiento económico y finalmente desarrollo económico, en lugar de todo lo anterior la inversión financiera se caracteriza por el crecimiento y profundización del mercado de capitales y de los intermediarios financieros no, que transforma toda clase de de ingresos en rentas financieras a través de mecanismos financieros y económicos (CORREA, Eugenia (1988), generando una creciente fragilidad financiera. En este sentido el Fondo Monetario Internacional se pronuncia como sigue:

“...La utilización [...] de derivados puede potencialmente permitir que las instituciones financieras muevan algunas exposiciones fuera de balance, las

²¹ “[...] la misma desregulación restringe la participación en los mercados de otros competidores [...] lo que induce a condiciones de competencia monopólica” (TOPOROWSKI, Jan).

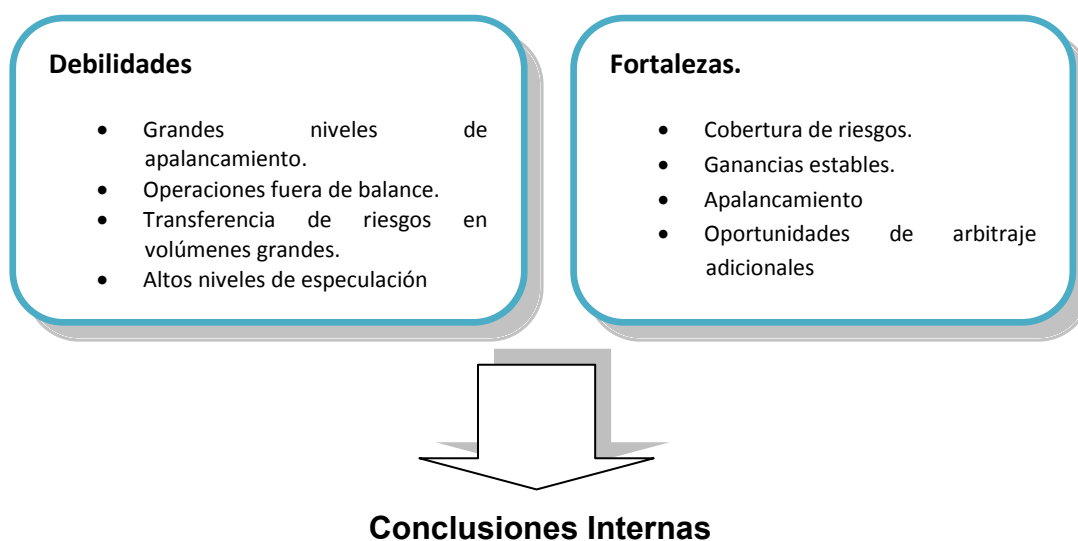
cuales no pueden ser tan fácilmente detectadas por la autoridad supervisora y, como resultado, pueden conducir a un crecimiento de la fragilidad financiera. También, debido a que los participantes en el mercado tienen posiciones apalancadas; los instrumentos derivados pueden amplificar la volatilidad en los mercados de derivados. ” (FMI, Diciembre de 2002).

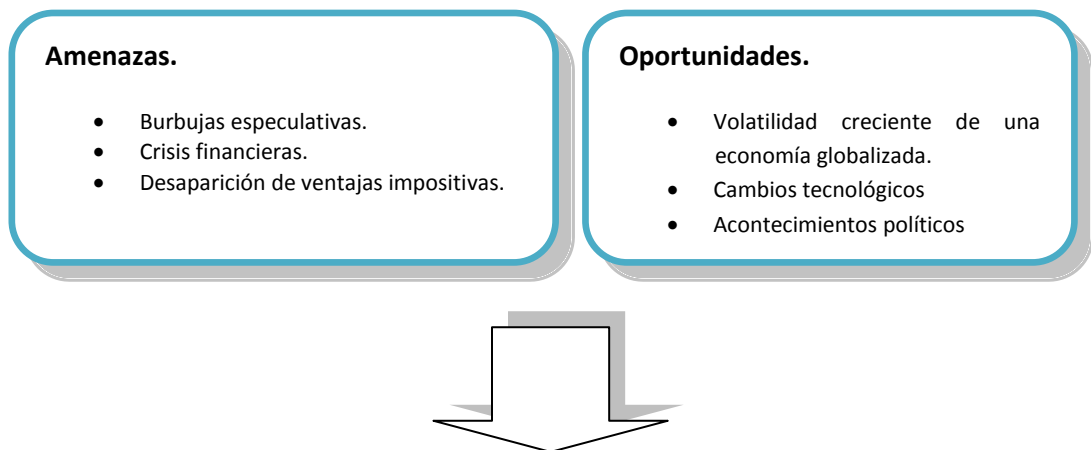
Todo lo anterior puede provocar una acelerada fuga de capitales y profundizar una crisis. Por ello la necesidad del conocimiento pleno de las operaciones con derivados, ya que, dado el avance que los avances en dichos mercados y el contexto antes descrito así lo exigen.

Análisis FODA para los IFD

Para una comprensión mejor se recurre, a continuación, al Análisis FODA para mediante el análisis de las características de estos Instrumentos, ya expuestas, poder obtener tanto las conclusiones internas como externas que responden a las preguntas: ¿Cuáles son las fortalezas que se deben destacar, tomando en cuenta a las oportunidades?, y, ¿Cuáles son los puntos débiles que se necesitan mejorar, teniendo en cuenta las amenazas que existen?

Cuadro I.1 Análisis Foda de los IFD





Conclusiones Externas.

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones Internas

Los IFD cobran gran importancia porque permiten disminuir la sensibilidad de las inversiones a contingencias económicas provocadas por la volatilidad creciente en la actual economía globalizada. Esto es, los IFD permiten ganancias más estables vía operaciones de cobertura y gracias a la capacidad de estos (los IFD) para separar los riesgos financieros de los activos (JORION, 2008). Por eso, el mercado de derivados complementa al mercado financiero dado que permite la transferencia de riesgos de un agente a otro

Los medios que los IFD utilizan para mitigar el riesgo financiero son; la innovación financiera, los medios de comunicación y desarrollo computacional. Estos medios proporcionan alternativas creativas para protegerse contra los riesgos financieros o especular con ellos, ya que favorecen la operación global las 24 hrs y proveen de Sistemas de administración y riesgo en línea. Sin dejar de lado el surgimiento de la teoría financiera que permite no sólo la creación de nuevos instrumentos (a través de la ingeniería financiera), sino que permiten el entendimiento de la administración dinámica de los riesgos financieros.

Conclusiones Externas.

Los IFD además de mitigar los riesgos financieros a los cuales los inversionistas se encuentran sujetos, también propician el incremento de estos convirtiéndose en factores e incrementando la volatilidad de los mercados financieros. Esto debido a prácticas insanas mediante los altos niveles de apalancamiento que se ven reflejadas en incremento importante del volumen de riesgos transferidos sin necesidad de contar con el activo, sin poseerlo. El incremento de forma desmedida de las operaciones especulativas (entendido como el conferir liquidez al mercado con la esperanza de obtener ganancias en sus transacciones) promoviendo con ello el incremento de la inversión financiera por encima de la productiva (donde la primera de estas inversiones transforma todo ingreso en rentas financieras). Las operaciones altamente especulativas no tienen nada que ver con el giro principal de las empresas sino que se desvían de estas, lo cual alienta y promueve las burbujas especulativas que muchas veces descansan en crisis financieras (FMI, 2002). Son niveles altos de apalancamiento los que promueven alta transferencia de riesgos y los altos niveles de especulación a través IFD se convierten así en factores que inciden en la formación de burbujas especulativas y de crisis económico-financieras.

Mercados organizados de derivados vs mercados extrabursátiles (OTC).

Los IFD son negociables en dos tipos de mercados; los organizados y los extrabursátiles,

Los mercados organizados tienen como característica propia, que están supervisados y regulados por organismos rectores, cuentan con cámaras de compensación, lo que permite que el riesgo en éstos sea menor (y que estas absorben, lo asumen), se negocian instrumentos estandarizados, es decir, al alcance de la mayoría de los inversionistas interesados en el presente mercado financiero

Los mercados extrabursátiles se caracterizan, por su parte, por ser consideradas de alto riesgo ya que carecen de una cámara de compensación, (por lo que lejos de absorber los riesgos, lo transfieren) realizan operaciones *off balance* y son instrumentos hechos a la medida o con características propia.

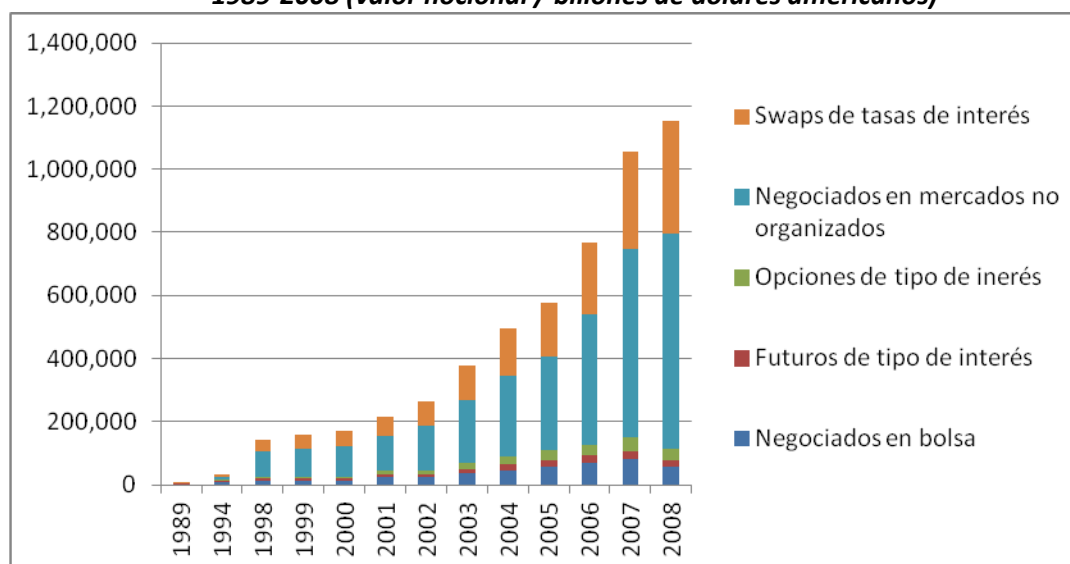
**Tabla I.3 Mercados de derivados
1989-2008 (valor nominal / billones de dólares americanos)**

	1989	1994	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Negociados en bolsa	1,767	8,863	13,932	13,522	14,192	23,539	23,415	36,120	45,793	56,839	70,201	80,285	58,781
Futuros de tipo de interés	1,201	5,778	8,020	7,914	7,827	9,137	9,956	13,124	18,165	20,708	24,476	26,770	19,271
Opciones de tipo de interés	0.387	2,624	4,624	3,756	4,719	12,477	11,760	20,794	24,604	31,588	30,116	44,282	35,101
Negociados en mercados no organizados	1,952	8,816	80,317	88,201	94,187	111,188	140,744	197,166	257,894	297,670	414,205	595,410	683,725
Swaps de tasas de interés	1,503	8,816	36,262	43,936	47,993	58,897	79,120	111,209	150,631	169,106	229,693	309,588	356,772

Fuente: Bank for International Settlements, International Banking and Financial Market Developments, en SOTO, Esquivel; 2010

Dentro del mercado organizado, los IFD con más volumen de negociación son las opciones y futuros sobre tasa de interés al representar el 89% del mercado dentro del periodo comprendido entre 1989-2008, de 1989 a 1998 representó tres veces el producto mundial, mientras que para 2008 representó doce veces el producto mundial.

**Gráfica I.1 Mercados de derivados
1989-2008 (valor nominal / billones de dólares americanos)**



Fuente: Bank for International Settlements, International Banking and Financial Market Developments,

Mientras que para el mercado OTC los IFD con mayor volumen de negociación fueron los swaps, específicamente los swaps de tasa de interés que en 2007

representaron el 51% del mercado OTC, cuando en Junio de ese año tuvieron un valor nocional de 683 billones de dólares

Tabla 1.4 Concentración de derivados por bancos comerciales (billón de dólares americanos /2008)

	<i>Primeros cinco bancos</i>	<i>Total de derivados (porcentaje)</i>	<i>Resto de la banca comercial</i>	<i>Total de derivados (porcentaje)</i>	<i>Total de sistema bancario</i>	<i>total de derivados (porcentaje)</i>
Futuros y forward	21,097	11.6	2,485	1.4	23,582	12.9
Swaps	112,133	61.6	2,083	1.1	114,170	62.7
Opciones	27,976	15.4	0.938	0.5	28,914	15.9
Derivados de crédito	15,396	8.5	0.072	0	15,469	8.5
Total	176,602	97	4,569	3	182,135	100

Fuente: Comptroller of the currency Administrador of National Banks. OCC Bank Derivatives Reports , varios números.

Como puede constatarse el mercado de derivados goza de mucha popularidad, sobre todo en cuanto a su modalidad de OTC se refiere, debido a que les permiten negociar instrumentos en condiciones y características específicas (ver gráfica I.1) pese al riesgo que esto implica. Así mismo, han tenido un auge importante a partir de la década del 2000, lo que se refleja en el monto nocional negociado y el producto mundial, respectivamente.

Cabe denotar que cuando se habla de “inversionistas” se refiere a los cinco principales megaconglomerados (bancos comerciales), específicamente estos son: JP Morgan Chase, Bank of America, CitiGroup, HSBC Holdings y Wachovia Corporation. Como puede verse en la tabla No.I.4 y I.5 de los derivados negociados, el 97% están en manos de estos, siendo los swaps los IFD más preferidos para negociarse por estos conglomerados representando más del 60%.

Tabla 1.5 Distribución de contratos de Derivados por 25 megaconglomerados financieros (billones de dólares americanos / 2008)

Institución financiera	Activos Totales	Derivados totales	Mercado organizado (%)	Mercado OTC %
JP Morgan Chase	2.25	91.33	5.0	95.0
Bank of America	1.18	39.97	7.0	93.0

CitiGroup	2.05	38.18	12.0	88.0
HSBC Holdings	0.467	4.22	8.0	92.0
Wachovia Corporation	0.760	4.19	31.0	69.0
Taunus Corporations	0.613	1.47	15.0	85.0
Wells Fargo	0.622	1.41	8.0	92.0
Bank of New York Mellon	0.267	1.18	2.0	98.0
State Street Corporation	0.286	0.863	33.0	67.0
Suntrust Bank	0.174	0.278	3.0	97.0
Barclays Group	0.681	0.258	21.0	79.0
PNC Financial Services	0.145	0.195	20.0	80.0
Metlife	0.521	0.178	6.0	94.0
Northern Trust Corporation	0.079	0.175	0.0	100.0
KeyCorp	0.101	0.140	18.0	82.0
National City Corporation	0.143	0.121	14.0	86.0
US BanCorp	0.247	0.103	10.0	90.0
Regions Financial Group	0.144	0.082	21.0	79.0
Citizens Financial Group	0.163	0.073	0.0	100.0
BB&T Corp	0.137	0.067	6.0	94.0
Fifth Third BanCorp	0.116	0.063	2.0	98.0
Capital One Financiaal Corp	0.154	0.039	0.0	100.0
TD BankNorth	0.117	0.033	0.0	100.0
Union Bancal Corp	0.062	0.033	7.0	93.0
First Horizon National	0.032	0.024	2.0	98.0
Total	12,179	184,729	7.0	93.0

Fuente: Comptroller of the currency Administrador of National Banks. OCC Bank Derivatives Reports , varios números.

El valor nocional y la cantidad de recursos que se manejan en el mercado de derivados son muy considerables. Sin embargo, la mayoría de estos recursos están centralizados en manos de sólo cinco megaconglomerados. Es decir, hay una gran concentración tanto de ganancias como de mercado.

El Mercado de Derivados en México.

Antecedentes de los IFD en México.

Los indicios de operaciones con IFD en México datan desde 1978, siendo en 1995 con la apertura de la economía mexicana y las reformas financieras que se consolida con el surgimiento del Mercado de Derivados. A continuación se presenta la cronología de los IFD en México.

- 1978.- se comienzan a cotizar contratos a futuros sobre tipo de cambio; peso-dólar.
- 1982.- se suspenden dichas operaciones debido al control de cambios decretado en éste mismo año.
- 1983.- la BMV lista futuros sobre acciones individuales y petrobonos.
- 1986.- se registran operaciones de futuros sobre acciones individuales y petrobonos.
- 1986.- se suspenden estas negociaciones por problemas de índole prudencial.
- 1986.- se emiten instrumentos híbridos de deuda por el Gobierno Federal, donde se incorporan forwards para la valuación de opciones y principal, lo q les permitió indizarlos a distintas bases. Sin embargo, no tuvieron mucha liquidez en el mercado secundario, excepto para reportos. Fueron importantes para la constitución de cartera, por ejemplo:
 - Petrobonos: indizados al petróleo del Itsmo.
 - Pagafes: indizados al tipo de cambio controlado.
 - Tesobonos: indizados al tipo de cambio libre.
 - Obligaciones y pagares: indizados por el sector público.
- 1987.- Se reinicia la operación de contratos diferidos sobre tipo de cambio; peso-dólar, a través de contratos de cobertura cambiaria a corto plazo, registrados en Banxico.
- 1989.- Se realizan operaciones con Bonos Brady que resultan de la negociación de la deuda externa del sector público, contienen clausula de recompra, están ligados al promedio del precio del petróleo del Itsmo.
- 1990.- Se realizan operaciones con forwards OTC sobre tasas de interés de títulos gubernamentales. Sin embargo como son OTC, carecen de un marco normativo formal.
- 1992.- se suspenden operaciones con forwards OTC sobre tasa de interés.
 - Comienzan a operar títulos operacionales (warrants) sobre acciones individuales, canastas e índices accionarios en la BMV.

Se comienzan a listar en la bolsa de Luxemburgo y de Londres diversos warrants sobre acciones, índices y acciones mexicanas.

Se comienza a negociar opciones sobre ADR's de Telmex L en el CBOT.

- 1994.- se operan diversas operaciones sobre acciones mexicanas en CBOE, AMEX, NYOE, NYSE y PHXL.

Se celebran contratos forward y swaps de tipo de cambio, tipos de interés y commodities entre intermediarios extranjeros y entidades nacionales, pero sin reconocimiento ni protección jurídica.

Entran en vigor normas de Banxico para operar forwards sobre TIIP y de INCP, sujetas al registro ante Banxico y que deberán cumplir las normas del G30 para garantizar el control de administración y de riesgos.

En conclusión, resulta evidente que el uso de los IFD en México (tanto por el Gobierno como por las empresas) desde 1978 hasta 1994 se ha caracterizado por realizarse en OTC y que han mostrado una tendencia creciente.

El Mercado de Derivados (MexDer).

Las gestiones para desarrollar y aterrizar el proyecto para la creación y consolidación de un mercado organizado de IFD en México datan del año de 1994, cuando la BMV e Indeval se encargaron de poner en marcha dicho proyecto; Banxico se encargó de financiarlo, e Indeval se encargó de la creación de la Cámara de compensación y liquidación (Asigna).

Dos acontecimientos en particular lo impulsaron, a saber: el cambio a libre flotación del tipo de cambio (1995) y la desregulación inherente a la negociación de contratos adelantados. lo que permitió la colocación de contratos en base al peso mexicano en mercados internacionales (**Chicago Board Options Exchange**) a través de forwards OTC. Además cabe mencionar que, se crearon a finales de 1995 contratos en el mercado inter-cambiario OTC referidos al TIIE 28 días basados en el mercado de dinero aparecieron en el MexDer.

Así entonces, el 15 de Diciembre de 1998 inicia operaciones de manera formal el Mercado de Derivados S.A de C.V; queda constituida como una sociedad

anónima de capital variable cuyo capital quedó de la siguiente manera: BMV con un 78.61%, Mercado Español de Opciones de Futuros y Opciones Financieros (MEFF) 7.50%, Socios liquidadores de Asigna y algunos miembros operadores con un 13.89%. Durante el periodo comprendido de 1998 al 2000 realizó negociaciones de contratos de futuros a “viva voz” en el piso de remates, no es hasta el 8 de Mayo del 2000 que inicia operaciones electrónicas con el sistema denominado SENTRA. Cabe mencionar que en 2004 celebró el MexDer una asociación estratégica con el MEFF para que a partir de marzo del mismo año, inició la operación de contratos de opciones del IPC y de acciones individuales.

El MexDer tiene como objetivo el proveer mecanismos y establecer procedimientos para la negociación ordenada de contratos de opciones y futuros con estricto apego al marco regulatorio, así como también facilitar la cobertura, la administración de riesgos sin dejar de lado la eficiencia en el manejo de portafolios de inversión (De LARA, Alfonso; 2010).

El mercado organizado en México ha mostrado un desarrollo y crecimiento considerable, así lo reflejan dos indicadores utilizados a nivel internacional; Valor nocional y el interés abierto. Se define como valor nocional aquel que muestra el monto cubierto pero que no es transferido, es decir, sirve de referencia para realizar operaciones con IFD pero no implica que sea negociado o intercambiado necesariamente. Mientras que el concepto de interés abierto señala el tamaño real en un momento específico del MexDer a través del número de posiciones que permanecen vigentes. Así entonces, el crecimiento del MexDer tuvo un valor nocional acumulado al 2007 por 22.9 billones de pesos, esto es; 300% del PIB Nacional, cuando en 2001 dicho indicador represento 1.97 billones, mientras que para el caso de el indicador de interés abierto se tiene que en 1998 existían 290 contratos abiertos y ya para 2007 habían 55 millones. En otras palabras; la actividad en IFD negociados en el MexDer creció a un ritmo exponencial alto en sólo seis años, a poco más de 3 billones del 2001 al 2007.

Constitución del MexDer.

Las Instituciones que participan en el Mercado de Derivados mexicano son:

- A. MexDer. Que representa la Bolsa de Derivados)
- B. Asigna, Funge como cámara de compensación, constituida como un fideicomiso de administración y pago encargado de proporcionar el servicio de compensación y administrar las garantías para la liquidación de las operaciones además de propiciar el desarrollo ordenado del mercado. Así entonces, Asigna es la contraparte real y garante de todas las obligaciones financieras que se desprenden de la operación de los contratos que cotizan en el MexDer.
- C. Socios liquidadores de Asigna.- Integrado por los principales grupos financieros del País. A saber, Banamex, BBVA Bancomer, Scotiabank Inverlat y Santander-Serfin, los cuales funcionan como fideicomisos de administración y pago, y que aportan recursos para la constitución del Fondo de Compensación y del Fondo de Aportaciones²².
- D. Miembros operadores y formadores de mercado. Está integrado por operadores que proporcionan servicios de intermediación a sus clientes y también operan por cuenta propia. Mientras que los formadores de mercado tienen como objetivo el de crear liquidez a través de la operación directa de casas de bolsa y bancos. Estos son;

Miembros Operadores.

Bank of America.	Multivalores-Casa de Bolsa.
GAMAA-Derivados.	Scotia Inverlat- Derivados.
Valores Mexicanos- Casa de Bolsa.	ING Bank.
Monex-Derivados.	Darka.
Stock & Price.	DerFin.
Banorte- Casa de Bolsa.	Operadores de derivados Serfin.
Delta Derivados.	SERAFI-Derivados.

²² Fideicomiso de Compensación; está formado por las aportaciones de los socios liquidadores, esta aportación representa el 10 % del margen inicial por cada operación que se liquida. Tiene como objetivo el asegurar un monto de efectivo adicional para cubrir el evento extraordinario, poco probable de que el margen inicial sea insuficiente para cubrir pérdidas potenciales por movimientos adversos en los precios

Fondo de contribuciones: comprende todas las aportaciones iniciales mínimas realizadas por los participantes en el mercado. Tiene como objeto el asegurar que exista el suficiente afectivo para hacer frente a la pérdida potencial de un día. Está constituido por Asigna.

JP Morgan.

Formadores de Mercado.

Scotia- Casa de Bolsa.	Banorte
Santander.	BBVA Bancomer
Banorte- Casa de Bolsa.	Invex-Casa de Bolsa.
Valores Mexicanos- Casa de Bolsa.	Deutsche Bank México.
Monex-Casa de Bolsa	JP Morgan
HSBC	Multivalores- Casa de Bolsa.
Finamex- Casa de Bolsa	Banamex
GBM- Casa de Bolsa	Nafin
Ixe Banco.	

Los participantes antes señalados son en general Bancos y Casas de Bolsa, bajo supervisión constante de las autoridades reguladoras: SHCP, CNBV y Banxico. Los lineamientos que sigue el MexDer están relacionados y acorde a los perseguidos y seguidos por los estándares internacionales.

Estructura de la Cámara de compensación Asigna.

Resulta importante abundar lo relacionado con la Cámara de compensación, toda vez que, como se mencionó anteriormente, funge como la contraparte real y garante de todas las operaciones acaecidas en el MexDer.

Asigna es un fideicomiso constituido en BBVA Bancomer, que se conforma a partir de diez fideicomisos, los cuales son operados por sus socios liquidadores que a su vez fungen como fideicomitentes. Estos fideicomisos son esencialmente de administración y pago.

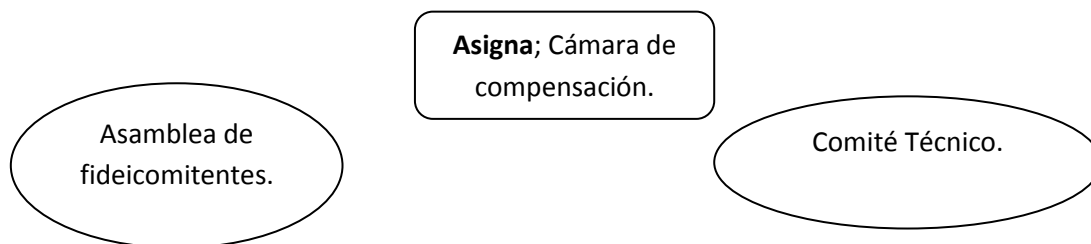
Tabla I.6 Estructura del Fideicomiso Asigna.

Asigna									
Banamex		BBVA Bancomer				Scotiabank Inverlat		Santander-Serfin	
Propia	Terceros	BBVA	BBVA	Bancomer	Bancomer	Propia	Terceros	Propia	Terceros

Fuente: MexDer, en; De Lara Haro, Alfonso. Productos Derivados Financieros. México. Limusa 2010.

Como puede observarse en el cuadro anterior, los fideicomisos de los socios liquidadores están compuestos tanto por fondos de cuenta propia y por cuenta de terceros²³, debido a que; los primeros liquidan las operaciones de cuenta propia de las instituciones financieras y subsidiarias, mientras que los de cuenta de terceros liquida operaciones de clientes de los miembros operadores y de los formadores de mercado.

Cuadro I.2 Estructura de Asigna



Fuente: MexDer, en; De Lara Haro, Alfonso. Productos Derivados Financieros. México. Limusa 2010.

La estructura operativa de Asigna está conformada tanto por una Asamblea de fideicomitentes, que establece los fines a los que será destinado el patrimonio de la Cámara y que por tanto, funge como el máximo órgano de gobierno de Asigna. Así como de un Comité técnico el cual toma las decisiones administrativas y está integrado por representantes de los propios socios liquidadores, socios patrimoniales y miembros independientes.

Asigna, al formar parte del MexDer, está regido por reglamentos y normas que pretenden establecer una operación y manejo claro en la compensación y liquidación de los contratos operados dentro del MexDer. Estas disposiciones establecen un marco autorregulatorio que la facultan para realizar supervisiones, para realizar dictámenes y sanciones de los socios liquidadores con quienes interactúa. De esta manera, los socios liquidadores tienen la obligación de proporcionar a Asigna toda la información de carácter operativo; transacciones efectuadas, nivel de patrimonio mínimo, segmentación de

²³ Estos fideicomisos tan de cuenta propia como de terceros deben de mantener un patrimonio mínimo establecido por la Cámara, el cual opera como línea de defensa adicional para el caso extraordinario y poco probable de que los márgenes de seguridad no sean suficientes para cubrir la pérdida potencial y debida de cambios adversos en los precios de mercado. Este patrimonio mínimo debe ser del 4% y 8% de los márgenes iniciales.

activos, etc. para coadyuvar en la consecución de los objetivos antes planteados.

Márgenes de seguridad de Asigna.

Con el propósito de contar con suficientes fondos para hacer frente a cualquier eventualidad adversa acaecida en la operación de contratos en el MexDer, Asigna cuenta con Márgenes de seguridad, los cuales se definen como los requerimientos de aportaciones para garantizar el cumplimiento de las operaciones que se realizan dentro del MexDer. Estos márgenes son tres;

Margen inicial.- también denominado como Aportación Inicial Mínima (AIM), consiste en un depósito de buena fe que Asigna establece, esta aportación debe estar denominada en pesos mexicanos, por contrato listado. Esta aportación inicial mínima se determina mediante el concepto de VaR (pérdida potencial máxima debida a una variación adversa de precios, en un día y con una probabilidad del 99% de ocurrir). Puede ser aportada de dos formas; en efectivo o con valores tanto de renta fija como de renta variable. Cuando la aportación es de la segunda forma debe de realizarse una aportación adicional denominada haircut, la cual la establece la propia Cámara, según el título de que se trate.

Margen excedente.- este margen es determinado por el socio liquidador en función del riesgo de incumplimiento de cada contraparte, varía de 0 a 2.5 veces la AIM, el cual se deposita en la cuenta del socio liquidador.

Margen de mantenimiento/Liquidación extraordinaria.- la Cámara realiza valuaciones de garantías diarias (market to market), el resultado de estas puede arrojar minusvalías o plusvalías, si acontece lo primero, Asigna realiza llamadas de margen (a través de los socios liquidadores) que deberán cubrirse antes de las 10 hrs del día siguiente. En caso de acontecer el segundo caso (plusvalías) habrá una devolución de la garantía al participante del mercado.

Control de riesgos.

Con el propósito de mantener la integridad financiera y operativa de sus socios, clientes y de sí misma, Asigna desarrolla una serie de actividades, estas son:

1. Monitoreo del comportamiento del mercado, de forma permanente.
2. Monitoreo de posiciones abiertas y posiciones límite.
3. Supervisión de procesos de liquidación y vencimiento de contratos.
4. Vigilancia del cumplimiento de manuales y reglamentos internos.
5. Observación de parámetros operativos.

Evaluación de riesgos.

Como medida complementaria al control de riesgos, Asigna lleva una evaluación del riesgo al que se exponen los participantes en el mercado. Como medida de prevención de quebrantos de socios y clientes, dentro de estas actividades se tiene:

1. Monitoreo en tiempo real de las posiciones de socios operadores y clientes, incluyendo la solvencia de recursos.
2. Realiza simulaciones con movimientos extremos de precios para cada cuenta abierta en el mercado.
3. Establece alarmas sobre la insuficiencia de recursos, a fin de requerir recursos de manera oportuna.
4. Detona una liquidación extraordinaria en caso de que las AIM sean insuficientes.

Funciones de Asigna.

Para lograr todo lo anterior de forma conjunta y eficiente, y así mantener una integración financiera del mercado Asigna realiza las siguientes funciones:

1. Determina las AIM correspondientes a cada contrato negociado en el MexDer.
2. Evalúa y determina los haircuts que aplican a los valores constituidos como AIM.
3. Monitorea en tiempo real la suficiencia de las AIM.
4. Evalúa la suficiencia de compensación mediante pruebas de estrés.
5. Monitorea la suficiencia y la liquidez del patrimonio de los fideicomisos liquidadores.

Esquema operativo y de liquidación de Asigna.

Anteriormente se hizo mención respecto a la nueva forma de operación en el mercado mexicano de derivados, el cual se sustentaba en la operación electrónica y a distancia mediante un equipo de computo conectado a la red de Asigna. Estos se instalan en el domicilio de cada socio liquidador, a través del cual, cada operación (posición de apertura y cierre) y cuenta (propia o de terceros) es confirmada. Dicha posición –una vez registrada en el sistema de compensación y liquidación de Asigna- se actualiza conforma a los siguientes aspectos:

Para las cuentas propias.- si la posición existente es larga, las nuevas posiciones largas se adicionan y las cortas se eliminan, lo mismo aplica para el caso de la existencia de posiciones cortas.

Para el caso de cuentas de clientes y que lleven de forma simultáneas posiciones largas y cortas.- cuando el socio liquidador confirma una operación larga, las posiciones nuevas largas se adicionan cancelándose las cortas. De similar forma ocurre cuando se confirman las posiciones cortas. Cuando existe una posición larga y se confirma una posición corta, ésta se cancela.

Se puede concluir que el MexDer es un mercado relativamente joven con 19 años de vigencia, pero que las operaciones con IFD en México datan a finales de los setenta. A pesar de esto, el MexDer es una Institución segura que propicia la negociación de IFD de manera ordenada y cuidando, ante todo, la estabilidad y desarrollo económico-financiero de México así como a sus participantes, con estricto apego al marco regulatorio establecido por la autoridad monetaria, mismo que le ha permitido no sólo consolidarse y mantenerse, sino que además refleja un ritmo creciente.

Mercado extrabursátil de Derivados (OTC) en México.

Se distingue del mercado organizado, porque se trata de un mercado que no cuenta con una supervisión constante por parte de las autoridades regulatorias (SHCP, CNBV, Banxico) debido a que sus operaciones son off-balance lo que imposibilita llevar una contabilidad completa de las mismas.

Su manejo es importante y fundamental debido a que permiten la generación de ingresos extras a través del arbitraje, es decir, las operaciones en este

mercado están encaminadas a reducir el costo financiero y a su vez como fuente de financiamiento, paralela a la actividad principal de cobertura.

En México, las operaciones con IFD en el mercado OTC, han crecido exponencialmente a pesar de los altos riesgos que representan, inclusive se han convertido en operaciones estratégicas y hasta fundamentales para la administración del balance y generación de ingresos de las Instituciones financieras y conglomerados vía operaciones de arbitraje²⁴, todo ello acorde a las tendencias internacionales, pero sin dejar de lado su utilización de herramienta fundamental para mitigar los riesgos que implican la volatilidad de las variables macroeconómicas en el corto plazo.

El hecho de que las operaciones con IFD en el mercado OTC tengan una tendencia creciente no es obra de la casualidad, sino que la mecánica propia del mercado de IFD impone estas condiciones, de tal forma que para las Instituciones financieras y Conglomerados representan una forma para reestructurar sus portafolios sin necesidad de colocar títulos en el mercado organizado, que representarían una complejidad considerable por la falta de liquidez del mercado mexicano

Por lo anterior, no resulta extraño que en México cerca de 30 millones de trabajadores vean incluidos sus fondos para el retiro en custodia de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) en este tipo de operaciones. Por ejemplo; las operaciones hechas por Banamex con los fondos de retiro de dicha institución con operaciones semejantes, sin olvidar a ING Afores que representan cerca de 50 millones de pesos con dichas operaciones.

La operación con IFD internacional, tanto en el mercado organizado como en el mercado extrabursátil, ha crecido vertiginosamente y México no representa la excepción. El MexDer ha crecido considerablemente, entre 2001- 2007 el valor nacional creció en promedio anual poco más de 3 billones de pesos. Sin mencionar la gran popularidad de las operaciones en el mercado extrabursátil en México, debido a que permiten reestructurar portafolios de inversión sin

²⁴ Representan una forma paralela de obtener ingresos, diferente a las correspondientes de su actividad principal, o giro.

necesidad de colocar títulos en el mercado organizado y le permiten contar con ingresos/liquidez de forma vasta, por lo que tanto Instituciones financieras, conglomerados, empresas y Gobierno participen en ellas, pese a que el riesgo en que se incurre en ellos sea alto.

En síntesis; el SFM proporciona un conjunto de oportunidades de inversión y de crédito al alcance de los agentes económicos, según las características de sus necesidades y de los fines u objetivos que éstos persigan. Existen las oportunidades que ofrecen las IFB (sociedades nacionales de crédito, instituciones privadas de crédito y organismos auxiliares de crédito) y las oportunidades de inversión y crédito que existen dentro de las IFNB, éstas últimas comprenden diversos mercados financieros; mercado de dinero, capital, títulos de deuda, etc. El mercado de derivados es uno de estos mercados que resulta muy atractivo y que en las últimas décadas ha manifestado una tendencia creciente a nivel nacional e internacional, dado un contexto de alta volatilidad en las variables macroeconómicas.

El mercado de derivados comprende dos modalidades; el mercado organizado y el extrabursátil OTC. El mercado organizado en México está constituido por el Mercado mexicano de derivados, S.A de C.V; el cual tiene como objetivo el proveer mecanismos y establecer procedimientos para la negociación ordenada de contratos de opciones y futuros con estricto apego al marco regulatorio, así como también facilitar la cobertura, la administración de riesgos sin dejar de lado la eficiencia en el manejo de portafolios de inversión. Tiene como característica principal el de contar con una Cámara de compensación cuyo nombre es ASIGNA, la cual funge como contraparte real y garante de todas las operaciones que suceden en el MexDer, así entonces, dentro del mercado organizado se minimiza el riesgo financiero de las operaciones acaecidas dentro de él, lo que lo convierte en un mercado confiable. El MexDer está supervisado y regulado por la SHCP, Banxico y CNBV (como todo el SFM en su totalidad), siendo la SHCP la autoridad máxima dentro del SFM.

Mientras que el mercado extrabursátil OTC se caracteriza por carecer de una contraparte, como la Cámara de compensación en el MexDer, lo que lo hace altamente riesgosos, pero que, sin embargo, se ha convertido muy popular debido

a que permite la restructuración de portafolios de inversión sin la necesidad de colocar títulos, que por falta de liquidez resultaría imposible.

Por lo tanto, los IFD se han convertido en instrumentos a fines para la administración del balance de corporaciones, Instituciones financieras y demás agentes económicos dado que permiten mitigar riesgos financieros y a su vez, el generar ingresos por la vía de operaciones arbitraje.

CAPITULO II: RIESGO FINANCIERO Y LOS DERIVADOS.

II.1 Características Fundamentales del Riesgo

Riesgo financiero.

El riesgo financiero se ha convertido en un tema de especial interés, esto debido a la alta volatilidad de las variables macroeconómicas, que en tiempo pasado se caracterizaban por su estabilidad y que hoy en día carecen de la misma (tasas de interés, tipo de cambio, etc), generando, en los agentes económicos una aversión al riesgo, esto debido a que tiene como principal consecuencia la creciente disminución del rendimiento en sus inversiones.

Definición de riesgo financiero.

El concepto de riesgo está íntimamente relacionado con adjetivos tales: como siniestro, contingencia adversa, daño, quiebra, pérdidas, etc. No hay duda alguna, que pese a lo trágico que resulta su presencia, éste forma parte de nuestras vidas de forma inevitable. El riesgo ocupa un lugar importante en la intensa actividad económica y financiera que se lleva a cabo en nuestros días, por lo que sus consecuencias son aplicables a todos y cada uno de los participantes del Sistema Financiero y del ámbito económico. En otras palabras, el riesgo está presente en todos los procesos de inversión y es inherente a la toma de decisiones.

Cuando hablamos del riesgo financiero lo primero que pensamos es en ganancias monetarias ligadas pérdidas, aunque esto es cierto, conviene referirnos al riesgo de forma más apropiada, es decir, de manera más formal. Por ello, se define como riesgo financiero a la volatilidad de los flujos financieros no esperados, mismos que derivan del valor de los activos o pasivos²⁵. La definición de riesgo que este trabajo utilizará determina al riesgo financiero (contemplando una cartera de inversión) como la variación del valor de la cartera de inversión con relación a su valor actual debido a cambios y/o movimientos en los factores (variables) crediticias y de liquidez, así como la

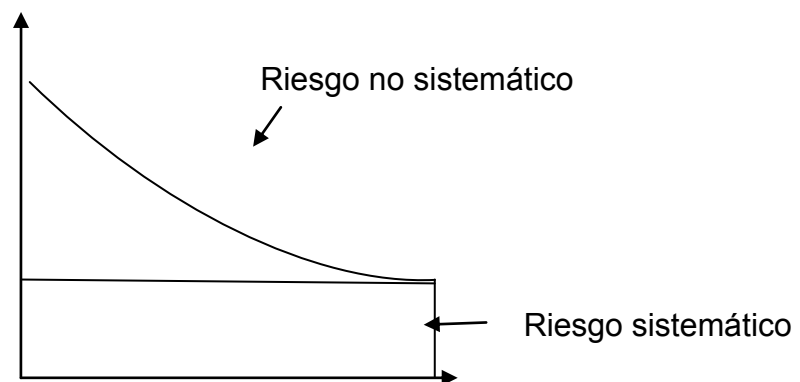
²⁵ REYES, F. (2002). Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México. *Economía Informa*, Número 205, pp.49-52.

presencia de problemas operativos²⁶. Debe tenerse en cuenta que, en la definición señalada se considera como riesgo, tanto las desviaciones positivas como a las desviaciones negativas del valor del portafolio²⁷, ya que, toda desviación incide directamente en el valor del mismo y que se manifiesta como ganancia o pérdida monetaria.

Tipos de riesgo.

Una vez definido al riesgo financiero, se puede abordar los distintos tipos de riesgo generalmente aceptados. Es indispensable subrayar, primero, que el riesgo financiero está dividido en dos grandes tipos, estos son: El riesgo Sistemático y el riesgo No-Sistemático.

Gráfica No. II. 1 Riesgo sistemático y no sistemático.



Por Riesgo Sistemático se entiende aquel que resulta de cambios fundamentales en la economía y el entorno socioeconómico. Éstos deben entenderse como alteraciones sustantivas en las características de comportamiento y tendencias en un patrón de conducta, esto es, un cambio estructural. Dicho cambio estructural se manifiesta a partir de cambios en la acumulación del capital, en la estructura y hábitos de mercado, en la formación socioeconómica y en la estructura y conducta política.

²⁶ Morales Nájjar Isaías. Facultad de Economía, UNAM.

²⁷ *Ibíd.*

Figura II.1 Riesgo financiero.



Fuente: **JORION, Phillipe**, *Valor en Riesgo*, México, Limusa, 2000, 355pp.

Por lo anterior se consideran como factores del riesgo sistemático los siguientes:

- Revolución Tecnológica.
- Cambio de los patrones del consumo, producción y/o comercialización.
- Modificación en las estructuras sociales y políticas.
- Alteración radical y no temporal en las relaciones entre grupos de poder que modifiquen su convivencia.
- Revisión en los objetivos económicos, sociales, culturales y/o políticos en una sociedad.
- Cambio de las relaciones geopolíticas entre las comunidades de un país, región del mundo

En otras palabras; el riesgo sistemático es aquel que no puede ser mitigado o evadido a través de la diversificación y que afecta a todo agente económico o no económico.

El riesgo No Sistemático, por otra parte, es exclusivo de una empresa o industria en particular, independientemente de factores económicos, políticos u otros factores que afectan a todo los activos de una cartera de inversión. Dentro de esta clasificación, el riesgo No-Sistemático se tipifica en:

- Riesgo de Operativo
- Riesgo. Mercado

- Riesgo de Crédito.
- Riesgo de Liquidez.

Riesgo Operativo.

Este tipo de riesgo afecta de forma directa la funcionalidad de la Empresa y la exposición de la Empresa a este tipo de riesgo se considera una ventaja competitiva o habilidad interna, debido a que está relacionado directamente con el mercado del producto en el cual opera la Empresa y comprende innovaciones tecnológicas, diseño del producto y mercadotecnia, entre otras. Es decir, el riesgo Operativo es asumido por la Empresa cuando procura agregar más valor para los accionistas.

Factores del Riesgo Operativo:

- ✓ Cambio Tecnológicos.- Presencia de Sistemas inadecuados y fallas en los sistemas.
- ✓ Inadecuadas estrategias de producción, comercialización, distribución y mercadotecnia.
- ✓ Falta de capacidad para obtener acceso a una comunidad.
- ✓ Errores en los procedimientos administrativos.- Debido a la falta de capacitación.
- ✓ Fraudes.- Presencia de errores intencionales.

Riesgo de Mercado.

El riesgo de mercado se define como el movimiento adverso en el valor presente neto de un portafolio de inversión, como resultado de cambios en los precios de los activos y pasivos financieros que lo conforman. Su cuantificación se da por medio de cambios en el valor de las posiciones abiertas.

El riesgo de Mercado tiene dos formas²⁸:

- ✓ Riesgo absoluto.- se concentra en la volatilidad de las ganancias totales, por lo que cuantifica las pérdidas en términos de unidades monetarias.
- ✓ Riesgo relativo.- contrario al riesgo absoluto, está relacionado con una base indexada y se cuantifica por las desviaciones en relación con respecto al índice.

Cabe señalar que los cambios en los precios de los activos financieros, son producto de variaciones en las variables macroeconómicas que los determinan, tales como tasa de interés, tipo de cambio, entre otros.

Por lo anterior pueden definirse como factores del Riesgo de Mercado los siguientes:

Tasas de interés.

Se presenta como variaciones en el portafolio de inversión debido a modificaciones en la tasa de interés, especialmente a las referenciadas por dichos instrumentos financieros altamente sensibles a los movimientos de las tasas de interés. Dicha sensibilidad se manifiesta a través de posiciones activas o pasivas del portafolio, es decir, el portafolio se convierte en acreedor o deudor según estas variaciones el riesgo de tasas de interés depende de diversos factores, tales como: comportamiento y tendencias de mercados financieros, de economía nacional e internacional, cambios en el tipo de cambio, comportamiento en la masa monetaria, el crédito y la política monetaria del Banco Central, entre otros.

Riesgo de Tipo de Cambio.

Se presenta como variación en el valor de un portafolio de inversión o cartera de activos financieros, como consecuencia de modificaciones en el valor en la moneda bajo la cual está denominada dicha cartera o portafolio.

²⁸ REYES, F. (2002). Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México. *Economía Informa*, Número 205, p. 51.

Sus factores de riesgo son:

A corto plazo:

- Modificaciones en la oferta y demanda de divisas.
- Grado de sensibilidad del mercado.
- Cambios en las tasas de interés entre países.

A Largo Plazo.

- Cambios determinantes en las tasas de interés y las políticas monetarias entre países.
- Cambios en la selección de portafolios internacionales.
- Inflación y deterioro de competencia.
- Falta de liquidez de un país (economía vulnerable).

Riesgo de Precio

El riesgo de precio se hace evidente en el cambio en el valor financiero de un portafolio de activos financieros como resultado de alteraciones en el precio de los activos que componen dicho portafolio. Sus factores de riesgo son:

- Cambios drásticos en la demanda y oferta de títulos financieros
- Alteración en el comportamiento y perspectivas de los emisores de títulos financieros,
- Modificaciones en la calidad de los emisores, variaciones en las tasas de interés, movimientos en el tipo de cambio

Riesgo de Crédito.

El riesgo de crédito consiste en la pérdida potencial consecuencia del incumplimiento de la contraparte en una operación que incluye un compromiso de pago. Es decir, se genera cuando las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir con sus obligaciones contractuales y se cuantifica mediante el costo de reposición de los flujos de efectivo. Es importante señalar que, el monto de riesgo difiere del monto perdido en tanto que existe la posibilidad de la recuperación potencial que se pueda hacer del crédito

otorgado, lo cual depende de la existencia de elementos que mitiguen dicho riesgo, tales como: garantías reales, avales, capacidad de negociación de la contraparte, etc.

Sus factores de riesgo son:

- Riesgo de negociación (, la capacidad de negociación del acreditado).
- Riesgo de concentración de cartera.

Riesgo de liquidez.

Es la pérdida que puede sufrir un inversionista al necesitar más recursos para financiar sus actividades a un costo posiblemente inaceptable. A su vez, es posible considerar al riesgo de liquidez como la imposibilidad por parte de un agente económico de transformar en efectivo un activo o portafolios, es decir, se manifiesta cuando le es imposible al agente económico vender un activo en el mercado.

De los riesgos que componen al grupo del Riesgo No-Sistemático, tanto el riesgo operativo como el riesgo legal, no son considerados como riesgos financieros²⁹ como tal, debido a que las operaciones financieras en éstos no son los causantes directos, respecto al riesgo de mercado es el más importante, debido a que es el más representativo por darse comúnmente en los mercados financieros en el orden global³⁰.

Relación rendimiento-riesgo.

Al comienzo de este apartado se mencionó que el riesgo estaba presente en todo proceso de inversión y toma de decisiones, pues bien, a continuación abordaremos lo relacionado al rendimiento y su relación con el riesgo y cómo depende de esta relación la toma de decisiones al momento de invertir.

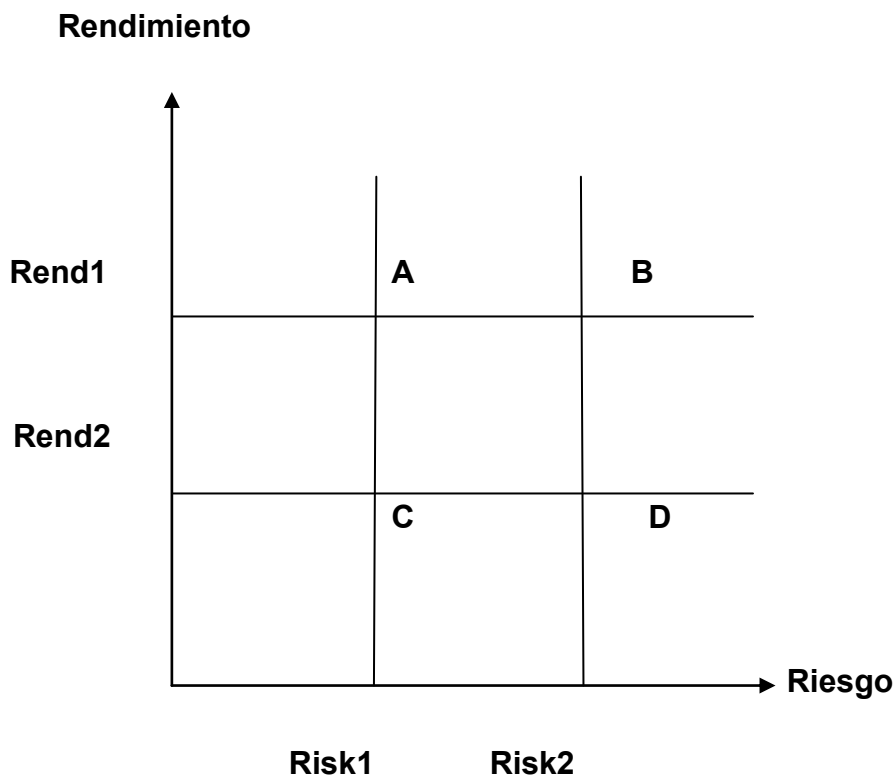
Los inversionistas no aceptan fácilmente el riesgo, no están dispuestos a incurrir en pérdidas y menos en contextos con alta volatilidad financiera, que

²⁹ REYES, F. (2002). Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México. *Economía Informa*, Número 205, p. 51.

³⁰ *Ibíd.*

generalmente implican pérdidas considerables. Por lo anterior, éstos, exigen mayor rentabilidad en cada una de sus inversiones acompañado de un nivel de riesgo mínimo o tolerable.

Gráfico II.2. Rendimiento-Riesgo



En el gráfico anterior se observan cuatro puntos denotados cada uno con una letra mayúscula, estas son **A**, **B**, **C** y **D**. Cada uno de ellos representa decisiones de inversión que conllevan un determinado grado de rendimiento y de riesgo en la elección de un instrumento financiero. A sí, el inversionista deberá escoger un instrumento que le ofrezca un nivel de rendimiento determinado con un nivel de riesgo tolerable, en este sentido, el punto **A** representa la mejor decisión, porque representa un instrumento con rendimiento alto que conlleva un riesgo bajo, mientras que una decisión peligrosa (equivocada) está representada por el punto **D**, toda vez que representa un instrumento que representa un riesgo muy alto y un rendimiento bajo. Estos dos

puntos representan los dos extremos dentro de un rango de decisión entre los cuales se encuentran las otras dos situaciones restantes.

En el punto **B** se encuentra representada la decisión de un inversionista al elegir un instrumento con rendimiento alto y un riesgo alto, mientras que el punto **C** representa la decisión de un inversionista al elegir un instrumento que ofrece un rendimiento muy bajo pero con un nivel de riesgo muy bajo también.

Puede darse el caso de que el inversionista se enfrente a dos instrumentos con el mismo nivel de riesgo pero con diferente nivel de rendimiento, o el caso de que se encuentre ante dos instrumentos con el mismo nivel de rendimiento pero con diferente nivel de riesgo. En el primer caso, se escogerá aquel instrumento que ofrezca mayor rendimiento y en el segundo caso aquel instrumento que conlleve un nivel de riesgo menor.

Riesgo vs Incertidumbre.

En la presente sección se ha abordado el tema del riesgo financiero desde la óptica de la administración de un portafolio de inversión, por lo que la definición y clasificación del riesgo ha seguido esa tónica. La Hipótesis del Mercado Eficiente (HME)³¹, permite abordar lo relativo a la incertidumbre y la volatilidad, debido a

³¹ La Hipótesis del Mercado Eficiente está relacionada directamente con la información que es proporcionada, en un mercado financiero, por los precios de los instrumentos que en él se cotizan. Dicho lo anterior se puede definir al Mercado Eficiente como aquel en el cual los precios reflejan por completo la información disponible y si esto es así entonces, esta definición de mercado eficiente implica necesariamente que no existe ninguna estrategia que permita ganarle al mercado, esto es, no existe información privilegiada que permita tomar decisiones a inversionistas de manera anticipada con respecto a los demás dentro del mercado financiero y que redunden en ganancias incrementadas.

Especialistas en el tema han realizado derivaciones entorno a la Hipótesis del mercado eficiente, estas son:

1. Forma de Mercado débil.- Indica que el precio actual del mercado refleja la información de los movimientos históricos en los precios, por lo tanto, resulta imposible predecir los cambios futuros en los precios, ya que los cambios futuros son muy independientes de los anteriores (históricos).
2. Forma de Mercado semi-fuerte: Incluye la información que proveen los precios en la forma débil, es decir, está compuesta por información de los movimientos históricos en los precios aunada a la

que su aclaración resulta imperante ya que muchos artículos y trabajos abordan lo relativo al riesgo financiero e incertidumbre de manera indistinta, esto es, los consideran sinónimos, siendo que estos conceptos son totalmente distintos. Por tanto, la presente sección tiene la encomienda de abordar esta diferencia a fin de hacerle explícita conceptualmente.

Volatilidad.

Cuando se definió el concepto de riesgo financiero, se asoció a éste directamente con la volatilidad financiera y es que, la volatilidad financiera está íntimamente relacionada con la frugalidad de los activos financieros bajo condiciones de incertidumbre³², en otras palabras; la volatilidad responde a la pregunta: ¿Qué tan inciertos son los rendimientos esperados de un activo financiero? Dicho lo anterior, está claro que la volatilidad se nos presenta como un evento Objetivo, que puede ser cuantificable, debido a que se puede identificar su distribución de probabilidad.

información que está disponible entre el público general. De esta manera, la información de estas dos fuentes, son reflejados, de manera conjunta, en los precios de mercados actuales. Por lo que un mercado será más eficiente conforme mejor y más rápido respondan y se ajusten los precios a la rapidez con la que surge la información. Lo anterior evita que los inversionistas tengan ventajas o rendimientos inesperados, por tanto, cuando éstos pretenden comprar o vender algún instrumento financiero, su precio incluirá el efecto de la información publicada. Sin embargo, el riesgo a considerar es el hecho de que haya inversionistas que se aprovechen de cierta información antes de que sea de dominio público para así tener rendimientos anticipados.

3. Forma de Mercado fuerte.- En esta forma de mercado los precios actuales de éste reflejan tanto la información histórica, pública y confidencial. De tal suerte que aun teniendo información privilegiada los inversionistas pudieran tener ganancias extraordinarias.

Lo anterior implica, necesariamente, que un Mercado es eficiente en la medida en que los precios de éste se ajusten a la nueva información que surja, producto de la interacción de los participantes del mercado financiero y si esto sucede el mercado tiende al equilibrio.

³² REYES, F. (2002). Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México. *Economía Informa*, Número 205, p.49.

Concretamente se tiene que la volatilidad, al concebirse como una medida de riesgo, implica matemáticamente un significado concreto, al asumirla como la dispersión de los resultados alrededor de su valor esperado o media. Calculada a partir de las medidas estadísticas de media y varianza para distribuciones discretas de la siguiente manera: $\sigma^2 = \sum [(x_j - \mu)^2 P(x_j)]$

Donde; σ^2 = es la varianza con la cual se relaciona estadísticamente al riesgo.

x_j = El valor de un activo Financiero en un momento determinado de tiempo.

μ = El valor esperado o media ponderada de todos los posibles resultados o valores que un activo financiero asume durante un intervalo de tiempo definido.

$P(x_j)$ = representa la probabilidad de que los activos financieros asuman un valor.

La asociación del riesgo con la volatilidad en los rendimientos de activos, se da a través de procesos estocásticos³³, que permite, una vez identificada la distribución de probabilidad de activos financieros, el desarrollo de modelos en función de tendencias estadísticas³⁴ para el análisis de sensibilidad sobre variables relevantes que permitan tener cierto nivel de confianza frente a cambios en la economía.

La incertidumbre.

¿En dónde queda la incertidumbre, qué es en definitiva la incertidumbre que no puede relacionarse con el riesgo? La incertidumbre es algo subjetivo y por tanto no mensurable³⁵, esto debido a que corresponde a un momento en donde la

³³ Un proceso estocástico es un modelo matemático del comportamiento en el tiempo de un fenómeno aleatorio, por lo que éste proceso permite describir el comportamiento aleatorio de las variables financieras en el tiempo. VENEGAS, Francisco. Riesgos financieros y económicos. Cengage learning. Segunda edición. p. 33.

³⁴ desviación estándar, coeficientes de correlación

³⁵ Morales Isaías. Facultad de Economía. UNAM

información es insuficiente³⁶, remóntese a propósito, a la HME, en donde se hacía mención de que un mercado financiero es más eficiente y tiende al equilibrio cuando los precios reflejen tanto la información histórica, pública y confidencial. De esta manera, cuando los precios son incapaces de reflejar y adaptarse a los cambios, producto de la nueva información que surja, los inversionistas tienden a carecer de un análisis completo, por lo que las decisiones que se tomen en este transcurso de tiempo tienden a ser perjudiciales,

Diversificación de cartera y administración de riesgos.

Hasta aquí se han revisado los conceptos de riesgo financiero, rendimiento, volatilidad e incertidumbre y cómo estas se relacionan entre sí. En la presente sección se expondrán, una vez comprendidos dichos conceptos, los métodos mediante los cuales los inversionistas buscan mitigar o disminuir los riesgos financieros (riesgo no sistémico) en sus operaciones o inversiones financieras. Ciertamente existen muchos métodos para lograr dicho objetivo, sin embargo se analizarán dos: Diversificación y la Administración de riesgos, centrándose principalmente en sus conceptos.

Diversificación de cartera

El concepto de diversificación se encuentra íntimamente relacionado con las carteras de inversión, así entonces, la diversificación consiste en la distribución del monto total de la inversión en distintos activos, con el objetivo de disminuir el riesgo dentro de un portafolio de inversión. Surge como una manera de mitigar escenarios futuros adversos cuya magnitud está ligada a la aversión al riesgo del inversionista (aquí debe recordarse la relación entre inversión y riesgo antes expuesta).

La efectividad de la diversificación se basa en la incorporación a un portafolio de inversión de activos diversos, ya que a medida que se incorporan más activos con diferentes características al portafolio, la relación entre los

³⁶ REYES, F. (2002). Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México. *Economía Informa*, Número 205, p. 50.

rendimientos de los activos (medido por el coeficiente de correlación) y el riesgo de cada uno de ellos (medido por la desviación estándar) genera que el riesgo del portafolio de inversión disminuya. Esto es así debido a que los activos, dentro de un mismo grupo, tienen un menor grado de diversificación entre ellos, ya que los factores que afectan sus precios son similares³⁷.

El riesgo total de un portafolio está compuesto tanto por el riesgo específico o riesgo no sistemático que depende de las características del activo, y el riesgo sistémico que depende de otros factores que inciden en los precios. No debe olvidarse que el riesgo no sistemático es el que se puede diversificar, mientras que el sistémico permanece en el portafolio.

Dentro de los parámetros que permiten la elección más certera en el proceso de diversificación se encuentra el estadístico conocido como correlación, el cual se calcula tomando en cuenta las variaciones en los precios de dos o más instrumentos financieros en un lapso de tiempo determinado e indica la relación posible que resulta entre los mismos luego de la ocurrencia de un determinado evento.

En resumen; los activos que se consideran en el portafolio de inversión deben de tener escasa o nula correlación entre sí, ya que si se encuentran correlacionados significa que; ante cambios en las variables de mercado, estos activos tienen variaciones similares, es decir, ambos suben o bajan de valor en los mismos porcentajes. Mientras que, cuando la correlación es poca o nula las variaciones en el valor de los activos no están relacionadas, así entonces, si un activo sube de valor el otro baja en la misma proporción. En otras palabras; en la medida en que los activos estén escasa o nulamente correlacionados, los cambios en las variables de mercado afectan de manera distinta al conjunto de activos individuales.

³⁷ En periodos caracterizados por la alta volatilidad o estrés, si bien los activos tienden a correlacionarse y los beneficios de la diversificación son menos evidentes, no por ello pierde relevancia ya que en el largo plazo la disciplina de la diversificación siempre paga.

Administración de riesgos.

La Administración de riesgos financieros (así como los IFD) ha cobrado creciente importancia debido a la necesidad imperante de buscar hacer frente a una atmósfera financiera altamente volátil desde las últimas cuatro décadas, tiempo en el que las variables macroeconómicas que se caracterizaban por su estabilidad hoy son más volátiles. Por lo anterior, la Administración de riesgos tiene, principalmente, dos objetivos; 1) Asegurarse de que el inversionista no sufra pérdidas inaceptables o no tolerables, y 2) Mejorar el desempeño financiero de los agentes financieros (inversionistas, tomando en cuenta el rendimiento ajustado por riesgo).

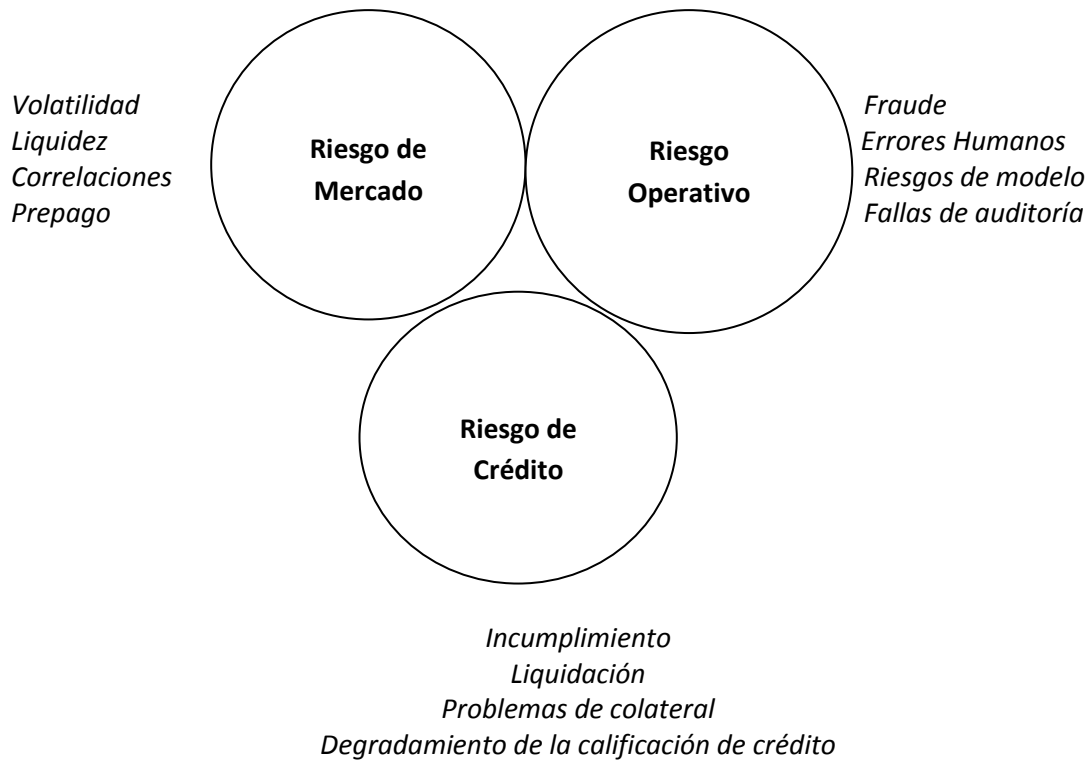
Las personas físicas (inversionistas) y morales (Instituciones) son, por naturaleza, tomadores de riesgos, por lo tanto; sólo aquellos que tienen una cultura de riesgos crean ventajas competitivas sobre las demás, debido a que asumen riesgos de forma consciente, es decir, el pleno entendimiento de los riesgos que se asumen, permiten a los agentes económicos elaborar un plan para anticiparse adecuadamente a los eventos inesperados que pueden incidir sobre sus resultados. Por eso la administración de riesgos financieros se ha convertido en una *“herramienta esencial para la supervivencia de cualquier negocio”* (JORION; 2008)

El proceso de administración de riesgos financieros consta de 3 momentos:

1. Identificación de riesgos; este momento implica considerar las diferentes naturalezas y características de los riesgos que se presentan en una transacción financiera. Dentro de estos se consideran los más comunes:
 - a) riesgo de mercado, b) riesgo operativo y c) riesgo de crédito. A continuación se presenta un diagrama que permite su interconexión.
- a) Riesgo de mercado; se asocian a la volatilidad, estructura de correlaciones y liquidez
- b) Riesgo operativo; implica riesgos de modelo, fallas humanas o sistemas, entre otras.

- c) Riesgo de crédito; relacionado con el incumplimiento de contrapartes, problemas de colateral o garantías, riesgos en algún instrumento, de liquidación, degradamiento de la calificación crediticias, etc.

Figura II.2 Interconexión de los diferentes tipos de riesgos



Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Medición y control de riesgos financieros. México. Limusa 2001.

2) Cuantificación y control del riesgo (Establecer límites de tolerancia)

La cuantificación del riesgo implica necesariamente la medición de este y nos remite a conceptos tales como Valor en riesgo (VaR), Duración, convexidad, etc. los cuales cuantifican el riesgo de mercado y aunque existen muchas medidas más, se destacan estos debido a su popularidad.

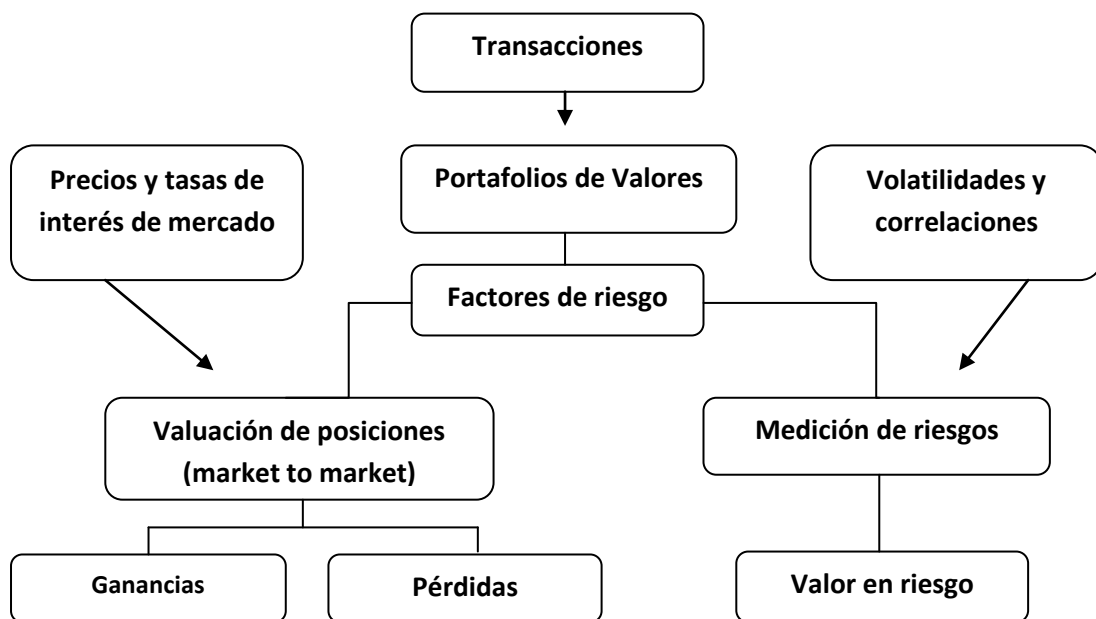
Valor en riesgo.- Consiste en una medida estadística de riesgo de mercado que estima la pérdida máxima que podría registrar un portafolios en un intervalo de tiempo y con cierto nivel de probabilidad o confianza.

Duración.- Se define como el cambio en el valor de un bono p instrumento de mercado de dinero (ΔP) cuando se registra un cambio en las tasas de interés

del mercado (Δr). Matemáticamente es la derivada del precio con respecto a la tasa de interés.

Para que la medición del riesgo sea posible debe contarse con precios y tasas de interés de mercado para la valuación de instrumentos y para cuantificar las volatilidades y correlaciones que permitan obtener el valor en riesgo de un instrumento individual o de un portafolio de inversión junto con su exposición al riesgo global.

Figura II.3 Cuantificación del riesgo de mercado.



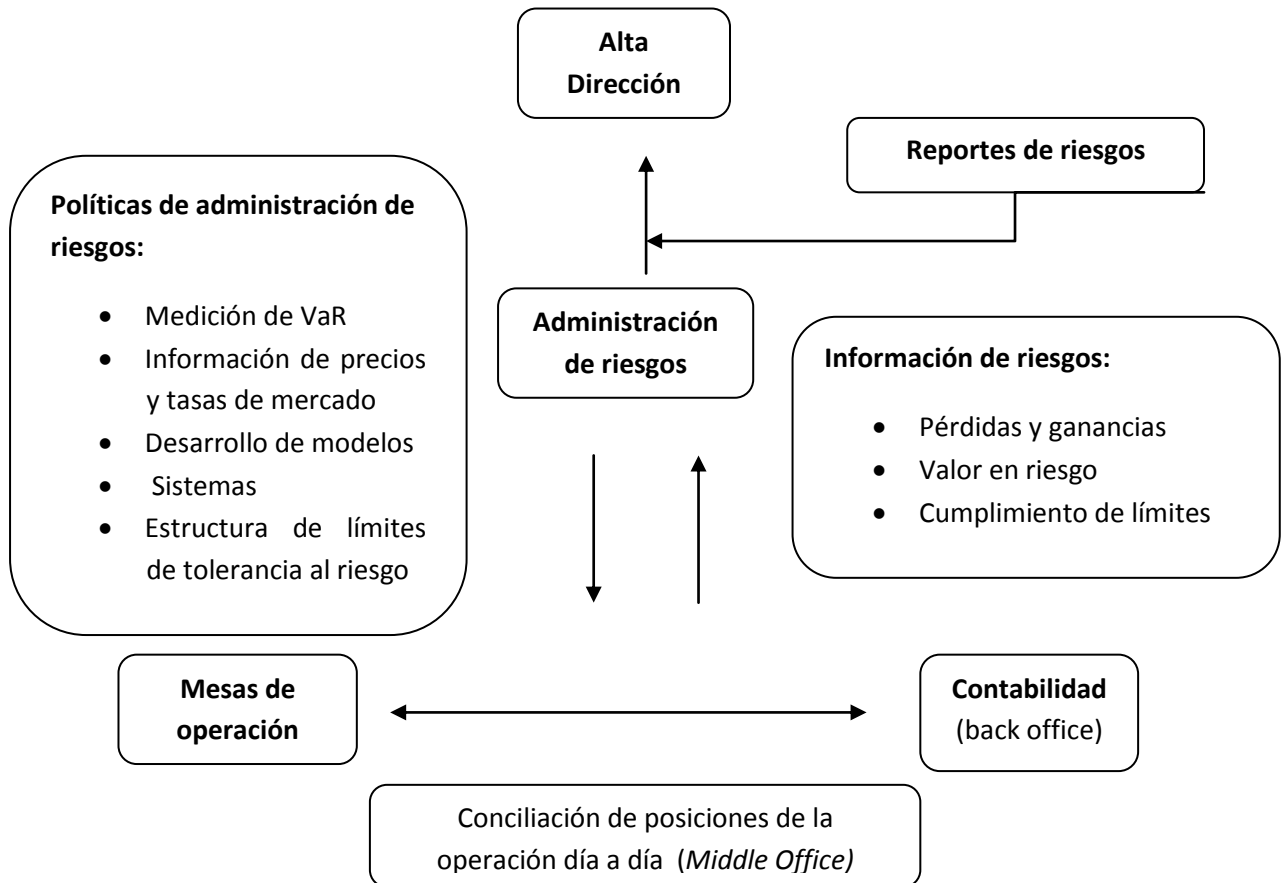
Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Medición y control de riesgos financieros. México. Limusa 2001.

3) Modificación o nulificación (disminución de la exposición al riesgo, instrumentación de la cobertura)

El tercer momento implica que, una vez que se entiende el (los) riesgos a los que se encuentra expuesto el inversionista o agente financiero y, una vez que se conocen las dimensiones del riesgo expuesto, entonces es momento para, a partir de los resultados arrojados por la medición de riesgos, fijar y definir políticas para establecer parámetros en cuanto a los niveles o nivel de riesgo tolerable, aunado a la generación de reportes a la alta dirección que permitan el cumplimiento de los límites fijados, las pérdidas y ganancias realizadas y no realizadas.

No debe dejarse de lado a la conciliación de posiciones entre las mesas de operación y las áreas contables mejor conocida como Middle Office, que también se incluye como responsabilidad de la administración y control de riesgos.

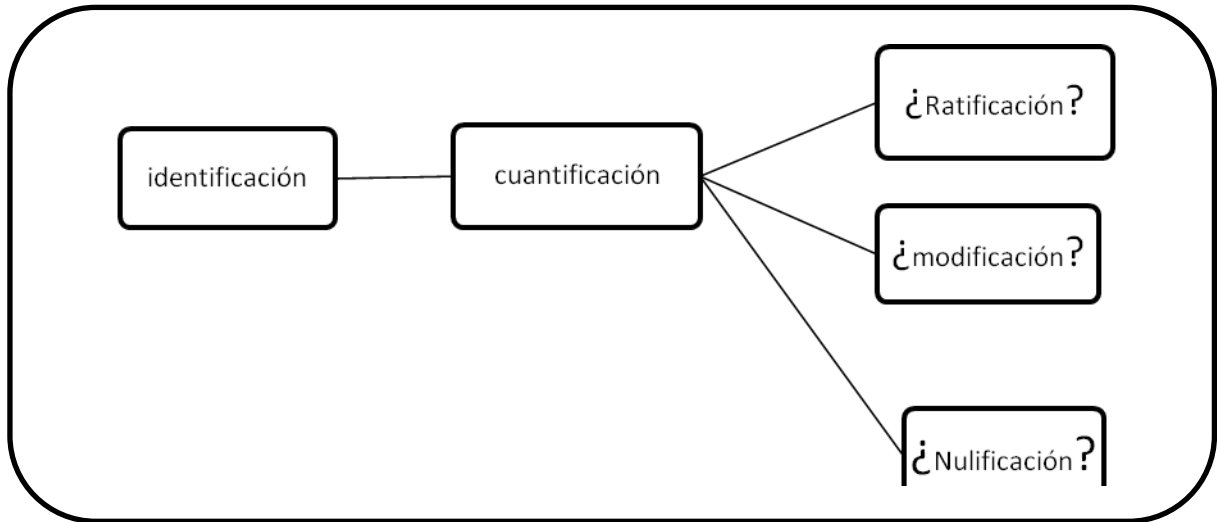
Figura II.4 Administración de riesgos financieros y alta dirección.



Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Medición y control de riesgos financieros. México. Limusa 2001.

Por lo tanto, las personas físicas o morales inversionistas que no tienen cultura de riesgos, posiblemente en el corto plazo podrán generar más dinero que, sin embargo, en el largo plazo se convertirán en pérdidas que pueden, incluso, significar la banca rota en el peor de los casos. El proceso de administración de riesgos financieros se resume en la siguiente figura:

Figura II.5 Proceso de administración de riesgos financieros.



Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Medición y control de riesgos financieros. México. Limusa 2001.

En conclusión, se tiene que, mientras que el riesgo se relaciona con la volatilidad sobre los rendimientos de los activos financieros a través de un proceso estocástico y, por consecuencia, se presenta como un fenómeno mensurable, la incertidumbre se presenta (por el contrario) como un momento en el que la información es insuficiente y por tanto su distribución de frecuencias es desconocida, de esta manera la incertidumbre se manifiesta como un evento subjetivo no mensurable y la toma de decisiones, dadas estas circunstancias, suelen ser perjudiciales. Por lo tanto, incertidumbre no guarda ninguna relación con el riesgo. El riesgo financiero se divide en dos grandes grupos: el riesgo sistemático y no sistemático, este último es mitigado por varios métodos conocidos, sin embargo los dos más populares son: la administración de riesgo y la diversificación. Ambos son de gran importancia y permiten disminuir su impacto en una cartera de inversión. Cabe destacar que el riesgo de sistemático no es mitigado por estos métodos debido a sus características propias.

II.2.Características y clasificación de los Activos financieros; Los instrumentos derivados.

Cumplido el objetivo de situar dentro del SFM al mercado de derivados, MexDer y OTC, es necesario exponer los medios a través de los cuales los agentes económicos otorgan y solicitan créditos así como realizan inversiones, y cómo se relacionan con dicho mercado.

Los Activos Financieros.

Los activos/instrumentos financieros son indispensables para las operaciones financieras acaecidas en el SF nacional e internacional. Se define como activo financiero al instrumento financiero emitido por una entidad económica (empresa) deficitaria de recursos económicos, con la finalidad de llevar a cabo sus actividades o giros propios. En otras palabras, es todo asiento contable que se refleja en los estados financieros de una unidad económica que representan un derecho sobre ingresos o patrimonio. Estos instrumentos pueden ser emitidos en serie o masa, están o no nominados, todos ellos están registrados en el Registro Nacional de Valores y por ende pueden circular en el Mercado de Valores. Algunos ejemplos son: acciones, bonos, pólizas, pagarés, letras de cambio, etc.

La emisión de instrumentos financieros, le significa un pasivo, una deuda a la empresa, mientras que a los tenedores de dichos activos le significan un beneficio, un activo. Esto es así porque la emisora se compromete a devolver dichos recursos (el principal) al final de un periodo de tiempo junto con un premio, una tasa de interés llamada tasa de rendimiento. Es decir, la empresa adquiere un préstamo, donde el público inversionista, tenedores de dichos instrumentos, se convierten a su vez en sus acreedores.

Así entonces, toda transacción de activos financieros significa necesariamente dos tipos de transferencias:

1. Transferencia de fondos.- en el que se involucran los particulares y las empresas.
2. Transferencia de riesgos.- este depende del tipo de activo financiero que se adquiera y/o emite.

Características de los activos financieros.

Los activos financieros guardan cuatro características principalmente, estas son:

- 1) Madurez.- se define como el lapso temporal que debe ocurrir antes de que la deuda o compromiso de pago que ampara el instrumento se pague en su totalidad.
- 2) Liquidez.- Es la propiedad absoluta o limitada de un instrumento financiero para ser redimido por dinero en efectivo o a la vista, antes del periodo total de maduración, en otras palabras; un activo es más líquido cuanto más pronto pueda convertirse en dinero sin que esto signifique pérdida de capital alguna.
- 3) Rentabilidad de un activo- se define como la compensación económica que percibe los agentes económicos, adquirientes de los activos financieros, por la cesión temporal de sus recursos financieros, es decir, el rendimiento es la cantidad monetaria que el deudor debe pagar al poseedor del instrumento en el momento de su vencimiento o durante el periodo de vencimiento.
- 4) Riesgo.- El riesgo en el caso exclusivo de los activos financieros, consiste principalmente, en la capacidad del emisor para hacer frente a sus compromisos financieros, es decir, a la capacidad financiera de la empresa para pagar su deuda representada en instrumentos financieros. Sin embargo, existen dos factores básicos que determinan el grado de riesgo de los activos financieros, estos son: A) Solvencia del emisor y B) las garantías que el emisor ofrece. Con lo que respecto a la solvencia del emisor, cuanto mayor solvencia tiene, menos riesgo existe de incumplimiento en sus compromisos de pago, y con lo que respecta a las garantías, generalmente hay activos financieros que su emisión es acompañada de otros activos que los respalda (garantías), lo que los hace activos con menor grado de riesgo. Por ejemplo los CETES (Certificados de la Tesorería en México), valores gubernamentales, que son emitidos y tienen la garantía de la nación mexicana.

Éstas características determinan el grado en que un activo financiero puede ser preferido o no. Puede haber, por ejemplo, un activo con un rendimiento muy atractivo pero con un periodo de madurez muy prolongado, o con un grado de riesgo alto, etc. Por ello la necesidad de clasificar a los instrumentos/activos financieros a fin de conocer el grado de cada una de estas características.

Clasificación de los instrumentos/activos financieros.

Existen diversos enfoques y criterios para clasificar a los activos, uno de ellos es el empleado por Ortiz Soto que incluye de forma clara las cuatro características de los activos financieros ya mencionadas. Ortiz Soto clasifica a los activos financieros en cuatro grandes grupos:

1. Instrumentos que representan poder de compra inmediato.- este grupo incluye todos los activos financieros que pueden convertirse en un lapso de tiempo cercano en billetes, monedas, depósitos a la vista etc. y por ende Incluyen también a los instrumentos emitidos por el Gobierno Federal. Por ejemplo; Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES), Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES), Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS), Bonos de Indemnización Bancaria (BIB), Bonos de Renovación Urbana (BORES), Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS) Y PETROBONOS.
2. Instrumentos que representan propiedad sobre activos de una empresa.- este grupo contempla a las acciones, los certificados de participación patrimonial y a los instrumentos emitidos por la banca de desarrollo, como ejemplo se mencionan; los Bonos Bancarios de Desarrollo Industrial con rendimiento capitalizable (BONDIS) y los Bonos Bancarios de Desarrollo.
3. Instrumentos que representan otorgamiento de crédito.- en este grupo incluyen todos los bonos, obligaciones y papel comercial; así como a los instrumentos emitidos por la banca comercial con dicho perfil. Como ejemplo se mencionan a; Certificados de Depósito bancario (CEDES), Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, Certificados de participación inmobiliaria y Bonos bancarios para la vivienda.

4. Instrumentos bancarios que representan las obligaciones de un banco a devolver el capital depositado para su custodia más un rendimiento a la vista después de un periodo. Este grupo incluye Instrumentos emitidos por una empresa a través de un agente financiero. Algunos ejemplos de este grupo son; aceptaciones bancarias, papel comercial (ya sea quirografario, avalado, bursátil, extrabursátil, indizado), Pagaré empresarial bursátil y Obligaciones (Hipotecarias, quirografarias, convertibles, múltiples, de capitalización de intereses, indizada en moneda extranjera y subordinadas)

Esta clasificación es interesante ya que permite ubicar fácilmente los instrumentos financieros con sus usos. Así por ejemplo, cuando pensamos en una acción nos queda claro que son utilizados como una forma de financiamiento que implica ceder una parte de la propiedad de los activos de la unidad económica que los emite, otro ejemplo son los CETES, siguiendo el ejemplo anterior, podemos identificar claramente que es un Instrumento emitido por el gobierno que representa poder de compra inmediato, dado que puede convertirse sin grandes dificultades en efectivo.

Sin embargo, y siguiendo la perspectiva empleada en el capítulo primero del presente trabajo, se ubicará a los activos financieros en los tres mercados; mercado de dinero, mercado de capitales y por último el mercado de derivados.

Debe recordarse que los instrumentos en el mercado de dinero son con un plazo igual pero no mayor a un año, por lo que encontramos instrumentos tales como; Bonos de prenda, Aceptaciones bancarias, Papel comercial y Pagarés, principalmente, encaminadas a obtener recursos para pagar a acreedores, trabajadores.

En el mercado de capitales, por otro lado se encuentran instrumentos cuyo objetivo es la formación de activo fijo; construcción de fábricas, equipamiento industrial, obras públicas, etc. se encuentran instrumentos tales como; BONDIS, CPI, Bonos Bancarios para la Vivienda, Bonos de capitalización de intereses, etc. Con plazo hasta 10 años y claro representan mayor riesgos, por lo que pagan una TASA PREMIO CONSIDERABLE.

Cuadro No. II,1

<i>Instrumentos de inversión en el Mercado de Dinero.</i>		
Instrumentos	Definición	Características
Cuentas Maestras	Combina una cuenta de cheques tradicional con una cuenta de inversiones, lo que extiende la gama de servicios que presta y que incluyen; el pago de servicios, tarjeta de crédito, accesos a fondos diversos de inversión, transferencia de fondos entre cuentas y asignación de línea de crédito.	La base de esta cuenta la constituye un fideicomiso o donde de inversión en donde la institución bancaria invierte los recursos aportados por los fideicomitentes, salvaguardando siempre el capital, donde el rendimiento a favor se tasan fiscalmente a tasa alta para no hacerlos acumulables al pago de ISR.
Certificados de Depósito (CEDES)	Instrumentos nominados de crédito, emitidos por una institución bancaria que tiene la obligación de devolver el importe invertido al tenedor, no antes del plazo consignado.	Plazo: 30, 60, 90 y 180 días según las expectativas y prácticas bancarias. El tenedor de dichos instrumentos tiene un rendimiento fijado por la autoridad monetaria.
Mesa de dinero.	Servicio bancario equivalente al prestado por un agente de bolsa o agencia de valores, que canaliza recursos de los bancos y su clientela preferencial hacia la inversión de instrumentos financieros.	Buscan un rendimiento máximo con un grado de seguridad específico, son emitidos por los bancos.
Bonos de prenda	Son instrumentos que se emiten junto con un certificado que garantiza la emisión mediante una prenda.	Emitido por un almacén general de depósito. VN= \$ 100.00. Rendimiento determinado por una tasa de descuento. Colocados por subasta pública.
Certificados de la Tesorería de la Federación. (CETES)	Instrumentos al portador que obligan al Gobierno federal a pagar al vencimiento el valor nominal del título a la fecha de su vencimiento.	Emitidos por la Tesorería de la Federación y colocados entre los intermediarios financieros por el Banco de México. VN = \$10.00, adquiridos por el inversionista bajo par. Son instrumentos muy líquidos. Operaciones con CETES: reportos y préstamos certificados.
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES)	Instrumentos emitidos en el mercado de capitales pero se negocian generalmente en el mercado de Dinero.	VN = \$100.00, o sus múltiplos. Con vencimiento a un año Devengan intereses sobre su VN pagaderos cada 28 días. La tasa que paga es reversible a esos periodos, siendo las que resulte mayor a: CETES 28 Días, Depósitos bancarios a 30 días, pagarés bancarios a 30 días (a tasa bruta).

Aceptaciones Bancarias.	Son letras de cambio o promesas de pago emitidas por las empresas, autorizadas por el banco aceptante y endosadas para que éste las negocie entre el público inversionista, aceptando ser la garantía de los instrumentos colocados.	Emitidos en unidades de \$ 100.00, ó múltiplos de esa unidad. Plazo de maduración: entre 7 y 182 días. No generan intereses, su rendimiento resulta de la diferencia entre el precio de compra bajo par y el valor nominal a la fecha de vencimiento. Instrumentos de bajo riesgo.
Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento.	Títulos bancarios en los cuales se consigna la obligación por parte del banco emisor de devolver al tenedor el importe del principal más los intereses, al vencimiento del documento. Tiene por objeto reforzar la posición de reservas del sistema bancario.	Respaldados por la promesa de pago del propio banco. Se pueden colocar a plazos diversos entre uno y 12 meses. La tasa de interés que paga está determinada por la SHCP.
Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES)	Títulos de crédito emitidos por la Tesorería denominados en dólares americanos, pero liquidables en moneda nacional, al tipo de cambio de equilibrio. Tiene por objetivo otorgar a los inversionistas una opción de ahorro con cobertura cambiaria.	VN = 1000 US dólares. Plazos: entre 28, 91 y 182 días.
Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS)	Equivalentes a los PAGAFES	Utilizan el tipo de cambio libre (calculado por la BMV) para la conversión a moneda Nacional. VN = 1000 US Dólares. Operaciones de reporto y en mercado de contado.
Papel Comercial común	Instrumentos emitidos por empresas mercantiles que tienen como garantía la capacidad financiera y crediticia de la empresa emisora.	Alternativa atractiva para el financiamiento del capital trabajo. VN =100.00 y sus múltiplos. Su colocación se realiza mediante oferta pública. No tiene plazo mínimo; el máximo es de 369 días. Rendimiento: precio compra bajo par – precio venta (redención)
Papel Comercial Quirografario	Su emisión requiere la inscripción en el RNV e intermediarios.	No es necesaria una garantía específica.
Papel Comercial avalado	Su emisión requiere el aval de una institución bancaria, lo que ofrece la garantía correspondiente.	
Papel Comercial Bursátil	Su emisor debe estar inscrito en la Bola de Valores, Lo que implica que sean empresas con acciones en la bolsa.	
Papel Comercial extra-Bursátil	Los circunscribe a las empresas que no emiten acciones en la Bolsa de Valores.	
Papel Comercial Único	Sustituye al papel comercial quirografario, avalado, bursátil y extrabursátil.	Su operatividad conserva el mismo esquema del papel común.
Papel Comercial Indizado	Su valor está denominado en moneda extranjera (dólares), lo que brinda a sus inversionistas cobertura cambiaria.	Su operatividad conserva el mismo esquema del papel común.

Fuente: **ORTIZ Soto, Oscar Luis.** *“El Dinero, La Teoría, Las Políticas y Las Instituciones.”*, Facultad de Economía UNAM 2001, 1era Edición.

Cuadro No.II.2.

<i>Instrumentos de inversión del Mercado de Capitales.</i>		
Instrumentos	Definición	Características
Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial con Rendimiento Capitalizable (BONDIS)		Emitidos por Nacional Financiera, Periodo de Maduración: 10 años Rendimiento: Ligado a Cetes 28 días (100.5 %) y BONDES de Un año, aplican al valor nominal Premio adicional: al principio de cada año sobre el valor nominal actualizado. Los rendimientos que causan los BONDIS están exentos de impuestos (personas físicas)
Certificados de Participación Inmobiliaria. (CPI)	Títulos nominativos de crédito a largo plazo. Otorgan derecho a una parte alícuota de la titularidad de los bienes inmuebles dados en garantía.	Son emitidos por empresas (constructoras, arrendadoras o inmobiliarias) previa creación de un fideicomiso const. En un banco. VN = \$10.00, ó sus múltiplos hasta el 100% del valor del inmueble que garantiza la emisión. Pagan tasa de interés con base a la tasa más alta de Cetes, Cedes o aceptaciones bancarias (descontando la tasa de inflación del ramo)
Bonos Bancarios de Desarrollo.	Tienen el propósito de captar recursos a largo plazo	Emitidos por la Banca de Desarrollo. Plazo de maduración: 3 años (con un año de gracia y garantía del banco emisor). Pago de intereses trimestrales (en función de la tasa mayor del promedio de rendimiento de Cetes 91 y pagarés bancarios a tres meses) Colocados a través de subasta pública.
Bonos de Indemnización Bancaria (BIB)	Tenían por objetivo el obtener fondos para el pago de las acciones de la banca privada.	Emitidos en septiembre de 1982 por el Gobierno Federal. Plazo: fue de 10 años, con tres años de gracia. Maduración: el 31 de agosto de 1992
Bonos de Renovación Urbana. (BORES)	Se emitieron con el fin de obtener fondos para pagar a los propietarios de los inmuebles que se expropiaron a raíz del sismo de septiembre de 1985.	VN= \$100.00 (pesos viejos) Garantizados por la Tesorería del DDF Plazo: 10 años con tres de gracia. Rendimiento trimestral ligados a Cedes de tres meses.
Bonos Bancarios para la Vivienda.	Tienen como objetivo el recaudar fondos para canalizarlos hacia la construcción de viviendas.	Emitidos por la Banca comercial. VN= \$100.00 Plazo: tres años mínimos. Rendimiento: pagaderos cada 28 días.
Obligaciones Comunes	Representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima	Son de tres tipos; <i>Obligaciones Hipotecarias</i> : garantizadas por una hipoteca sobre los bienes de la empresa emisora. pagan intereses trimestrales (fluctúan según las condiciones del mercado), <i>Obligaciones Quirografarias</i> : Garantizadas por la solvencia económica y moral de las empresas, respaldas por sus activos aunque sin constitución de hipotecas. pagan intereses trimestrales (fluctúan según las condiciones del mercado) <i>Obligaciones Convertibles</i> : Equivalentes a las quirografarias con la salvedad de ser cambiadas por acciones comunes o preferentes de la misma emisora. Ofrecen, también, la opción de liquidación anticipada si el emisor lo solicita.
Obligaciones múltiples	Emissiones autorizadas por una cantidad mayor de recursos que el monto inicial de la oferta pública	Mecanismo a través del cual la empresa emisora obtiene el monto inicial de su proyecto, puede además realizar nuevas colocaciones en cantidades y fechas preestablecidas, hasta el monto autorizado, y cuenta con recursos para cubrir las necesidades del proyecto y el pasivo originado.

Obligaciones con capitalización de intereses.	La empresa emisora busca, con dichas emisiones, disminuir sus erogaciones por concepto de pago de pasivos durante los primeros meses de la emisión. Al tiempo que el inversionista reinvierte sus intereses en instrumentos que pagan altos rendimientos, lo que constituye una ventajosa inversión de largo plazo.	Devenga intereses que se reinvierten en la adquisición de nuevas obligaciones.
Obligaciones indizadas en moneda extranjera.	Títulos nominados en moneda extranjera, emitidos por empresas exportadoras, que garantizan la generación de flujos suficientes en moneda extranjera.	Plazo maduración: 3-5 años. Pagan tasa de interés mensual (algunos puntos sobre la tasa libor a tres meses). Su cotización alcanza niveles atractivos en el mercado secundario.
Obligaciones subordinadas.	Representan la participación individual en un crédito colectivo constituido a cargo de una institución bancaria, con opción a ser canjeado por certificados de aportación patrimonial de la propia emisora.	
Bonos Ajustables del Gobierno Federal. (AJUSTABONOS) .	Instrumentos nominativos negociables emitidos por el Gobierno Federal. Su valor se ajusta trimestralmente a la inflación según el IPC. Es una inversión a largo plazo que potencialmente puede generar rendimientos superiores al Cete, además de las ganancias de capital realizables en el mercado secundario	VN= 100.00 Pagan intereses reales fijos cada 3 mese. Atractiva opción para la inversión a largo plazo que realizan compañías de seguros y los fondos de pensión y retiro.
PETROBONOS	Instrumentos Emitidos por el Gobierno Federal a través de un fideicomiso de NAFINSA, respaldados por cierto número de barriles de petróleo. La garantía se basa en derechos sobre un contrato de compra-venta de petróleo crudo, protegido con un precio mínimo por barril en dólares americanos.	Rendimiento mínimo garantizado, más una ganancia potencial de capital derivada de los potenciales aumentos en los precios del crudo en el mercado internacional, durante el periodo de maduración del instrumento. Se dejaron de emitir el 25 de abril de 1991.
Certificados de Aportación Patrimonial (CAP)	Emitidos por Instituciones bancarias previo al proceso de privatización. Otorgan derechos de propiedad sobre los activos de los bancos.	Pagan dividendos variables de acuerdo al desempeño de las empresas y con acceso al mercado secundario. Desaparecieron entre 1991 y 1992

Fuente: **ORTIZ Soto, Oscar Luis.** *“El Dinero, La Teoría, Las Políticas y Las Instituciones.”*, Facultad de Economía UNAM 2001, 1era Edición.

Estos son los activos financieros que se negocian en los mercados antes mencionados y con objetivos específicos pero con operaciones financieras que conllevan implícitamente el denominado riesgo financiero. Así entonces, estas

operaciones y activos están expuestos algún riesgo de los ya mencionados, sin embargo, existe un mercado que permite justamente lo contrario, esto es, mitigar riesgos financieros. Este mercado es concretamente el mercado de derivados.

II.3. Los instrumentos derivados en México y el riesgo.

Los activos financieros más comunes han sido citados y los activos o instrumentos financieros derivados más comúnmente negociados se mencionan a continuación, comenzando primero por los negociados en el MexDer y luego los que se negocian en el OTC. Se resaltarán sus características para el mercado organizado y para el mercado extrabursátil una breve definición de los derivados negociados. Esto es así ya que las características entre uno y el otro mercado así lo permiten, las características en el MexDer son más fáciles de señalar mientras que en el OTC son particulares y variables según las necesidades de los inversionistas. Se iniciará con los futuros, seguidos de las opciones.

Activos Financieros en el MexDer.

Contratos de Futuros

En el MexDer existen cuatro principales subyacentes a partir de los cuales se negocian futuros:

1. Divisas: Futuros de Dólar americano.
2. Deuda: futuros sobre tasa TIIE 28 días; Cetes 91 días; Bondes M3 y M10; UDi's y Swaps de TIIE 10 años.
3. Índices: futuros del INPC de la BMV
4. Acciones: futuros sobre acciones más bursátiles de la BMV (Cemex CPO, Femsa UBD, GCarso A1, GFBBO, American Móvil, Walmex V y Telmex L)

De estos IFD sus características son las siguientes:

Cuadro II.3 IFD listados en el MexDer Octubre 2008.

<i>Subyacente</i>	<i>Tamaño</i>	<i>Periodo</i>
Divisas	\$ 10,000 USD	Mensual hasta por 3 años

Deuda		
TIIE 28 días	\$ 100,000 MN	Mensual hasta por 5 años
Cetes 91 días	10, 000 Cetes / \$ 100,000 MN	12 meses y 24 trimestres, hasta por 7 años
Bondes	1,000 bonos / \$ 100,000 MN	Trimestral hasta por 12 periodos (3 años)
UDI's	50,000 UDI's	12 meses y 16 trimestres (4 años)
Swaps	\$ 1`000,000 MN	
Índices	\$ 10.00 MN multiplicado por INPC	Ciclo trimestral hasta por un año.
Acciones	100 acciones	Trimestral ordinario

Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Productos financieros derivados. México. Limusa 2010

Contrato de Opciones.

Los contratos de opciones en el MexDer comenzaron a operar en Marzo del 2004, dicho mercado tiene autorización para negociar opciones sobre INPC de la BMV al estilo europeo, opciones sobre acciones listadas en BMV con vencimiento en cada mes al estilo estadounidense y opciones sobre tipo de cambio (peso mexicano / dólar americano). El MexDer recibió autorización para listar contratos de opciones sobre 10 acciones listadas en la BMV; América Móvil, Telmex, Walmex, Cemex, Femsa, MSA, Carso, Televisa, Grupo Modelo, Naftac y el IPC de la BMV.

Activos financieros en el Mercado Extrabursátil.

Los activos financieros en este mercado son muy parecidos como los listados en el MexDer, salvo con las características mencionadas en la sección correspondiente. Los contratos en el mercado extrabursátil son:

- Forwards de divisas.
- Forwards rate agreements (FRA) forwards sobre tasa de interés.
- Opciones de divisas
- Opciones de tasa de interés
- Opciones sobre acciones individuales
- Swaps tasa de interés (Interes Rate Swaps) IRS

- Swaps de divisas (Cross Currency Interest Rate Swaps) CCIRS
- Productos derivados exóticos.

Mención aparte merece estos últimos instrumentos derivados denominados derivados exóticos, también denominados como de “segunda generación” los cuales son producto de la innovación financiera, el desarrollo de la especialización, según las necesidades de los inversionistas, avances tecnológicos, sistemas de registro y control de operaciones, etc. De esta manera, dichos derivados –que se empezaron a operar en la década de los 90 del siglo XX- surgen de la innovación financiera tratada en el capítulo primero del presente trabajo y se caracterizan por surgir de combinaciones entre los instrumentos de “primera generación” en algunos casos.

Los derivados de “segunda generación” más negociados en el mercado extrabursátil son:

Notas estructuradas (NE); Consisten en combinaciones de instrumentos, generalmente de deuda con otro un producto derivado, donde el producto derivado es comúnmente un opción sobre tipo de cambio, tasa de interés, o algún índice de acciones, etc. Ofrecen al emisor y a los inversionistas un medio para aislar y redistribuir riesgos, es decir, son capaces de generar las exposiciones al riesgo que el cliente está dispuesto a tolerar y que mantenga vigentes sus objetivos de inversión. Dentro de este tipo de instrumentos figuran las “*Notas estructuradas de flotación inversa*” que guardan las mismas características mencionadas para las notas estructuradas, pero con la salvedad de tener una tasa cupón que varía inversamente a un índice preestablecido³⁸.

Combinaciones de productos derivados de “primera generación”; Como su nombre lo indica son combinaciones entre forwards / futuros con opciones o con swaps. El ejemplo más común de estos, son los swaptions, los cuales son combinaciones de una opción que tiene como subyacente un swap.

³⁸ Por ejemplo, si el índice preestablecido es LIBOR y este baja, entonces la tasa cupón aumenta y viceversa.

Notas de redención dirigidas (*Targeted Accrual Redemption Note- TARN*)

Los TARN (por sus siglas en inglés) pertenecen a los denominados IFD de segunda generación que pertenecen a la familia de las Notas estructuradas (NE), como tal están referenciados a un activo denominado subyacente, cuyo comportamiento determinará en gran medida la rentabilidad final de la inversión. Se les considera de segunda generación o híbridos porque se componen, de forma general, por la combinación de dos tipos de instrumentos; un instrumento de renta fija y un derivado, este último proporciona al tenedor cierta protección al capital de su inversión.

Cabe aclarar el hecho de que, dentro de las NE, los TARN se ubican dentro de las NE con cupones, debido a que se caracterizan por la acumulación de una cantidad predeterminada de cupones, en un horizonte de tiempo determinado cuyos pagos se basan en el cálculo de la tasa flotante LIBOR³⁹ y que tienen como activo subyacente al tipo de cambio. De esta manera resultan atractivos para inversionistas que desean expresar su opinión respecto al comportamiento de una divisa dentro de un rango y periodo determinado, es decir, dichos IFD persiguen un objetivo explícito durante la vigencia del contrato. Una vez que se alcanza el objetivo del TARN durante el tiempo fijado, el inversionista recibe un pago final a la par y la nota queda redimida.

Las ventajas que ofrecen estos instrumentos son las siguientes:

- **Transparencia.-** permite conocer de forma clara, los detalles del producto/contrato en cuestión (Monto, plazo, escenarios, rendimientos, etc.).
- **Liquidez.-** se caracteriza por la existencia de un mercado secundario (mercado de recompra), el cual depende en gran medida de la seriedad y prestigio del emisor.

³⁹ El nexo de unión o de relación es el tipo \$LIBOR debido a la gran liquidez de los mercados en eurodepósitos indexados a dicha referencia a seis meses.

- **Accesibilidad.**- se relaciona con su nivel de apalancamiento, esto es, permiten tomar posiciones con recursos líquidos relativamente pequeños con respecto a los nocionales que afecta.
- **Adaptabilidad.**- son Instrumentos hechos “a la medida” y, por lo tanto, se adaptan a las necesidades de los inversionistas, incluyendo su apetito al riesgo.

Derivados de crédito (“Credit default swaps”); Son Instrumentos financieros cuyo valor depende del riesgo de crédito de alguna entidad, ya sea privada o gubernamental, esencialmente distinta a la contraparte de la transacción del propio instrumento financiero. En otras palabras; son productos derivados rediseñados para mejorar el riesgo de contraparte. Su objetivo es mitigar el riesgo de incumplimiento de un pago esperado, por lo que representan una protección viable contra el posible incumplimiento de una empresa emisora de bonos por lo que mejoran el riesgo de la contraparte⁴⁰.

Cuadro II.4 Tipo de riesgo e instrumentos derivados.

Tipo de riesgo	Derivados en Mercado organizado	Derivados en OTC	Derivados 2ª generación
Incumplimiento/deuda/crédito	Contrato de Futuros, contratos de opciones	FRA, IRS	Notas estructuradas, CDS

⁴⁰ Considérese una empresa E que para financiarse emite bonos cuponados y que tiene calidad crediticia “BB”(capacidad crediticia pobre/dudosa. La capacidad para hacer frente a las deudas en el largo plazo es baja. Tiene un grado considerable de especulación). Suponga al comprador C del bono también compra un seguro, un CDS, a otro agente, el agente A, contra el posible incumplimiento de E. Para ello C realiza pagos periódicos a A hasta que el

incumplimiento ocurra o hasta que el CDS expire; lo que ocurra primero. A cambio C adquiere el derecho de venderle a A el bono emitido por E a la par de su valor nominal en caso de incumplimiento. Cuando se presenta el evento de incumplimiento, generalmente se requiere que C haga un último pago a A. De esta manera, los CDS implican y operan como un swap o permuta financiera, porque implican un intercambio de flujos de efectivo a través de la serie de pagos periódicos del C a A y la cantidad de efectivo que el C recibe de A en caso de que el título que sirve de activo subyacente al contrato sea impagado a su vencimiento o la entidad emisora incurra en suspensión de pagos.

Tipo de cambio	Contratos de futuros, Contratos de opciones	CCIRS, Contratos de opciones de divisas, Forwards de divisas
Precios /mercado	Contratos de futuros, Contratos de opciones	

Fuente: De Lara Haro, Alfonso. Productos financieros derivados. México. Limusa 2010

He aquí que se han expuesto los tipos de riesgo que comprenden el tipo de riesgo no sistemático, se ha desarrollado también los activos financieros más comunes que son utilizados por los inversionistas para participar en el mercado financiero y, aunado a todo lo anterior, los IFD que usualmente se utilizan para afrontar los riesgos a los que se encuentran expuestos, por lo tanto el cuadro II.4 sirve a propósito como ejemplo para mostrar los IFD que son más efectivos y utilizados comúnmente. Así, por ejemplo, si un agente económico tiene necesidad imperante por protegerse de un riesgo relacionado con los precios de la BMV, precios accionarios, puede acudir a comprar un contrato de futuros o de opciones en el mercado organizado. Otro caso puede ser el que, un agente económico este expuesto de forma considerable al riesgo de tasa de interés o deuda y adquiera; en el mercado organizado un contrato de opción de tasas de interés o en su defecto un contrato de futuros de tasas de interés. Si prefiere al mercado extrabursátil tiene la opción de adquirir un FRA o un IRS, aunque también, si esta dentro de sus posibilidades, podría acceder a los CDS, notas estructuradas, etc.

Así entonces, lo que el cuadro II.4 intenta es hacer una pequeña analogía de los IFD con los riesgos financieros, con una enfermedad y un medicamento.

Cuando enfermos tomamos un antiviral o un antibiótico para combatir o mitigar la gripe o resfriado, así los IFD permiten mitigar un riesgo.

Sin embargo, las características propias de los IFD de “2ª generación” introducen varias complicaciones técnicas para su valuación. Debido a que la valuación requiere de supuestos sobre el comportamiento combinado del bono, derivado inmerso y, en ocasiones, del índice o tipo de cambio de cambio ligado a los pagos. Así la valuación de una nota estructurada requiere no sólo del entendimiento del mercado, sino también del conocimiento de herramientas técnicas especializadas de análisis.

Así entonces, se puede mencionar que el riesgo financiero está en todas y cada una de las inversiones realizadas dentro del sistema financiero, específicamente del mercado financiero. El riesgo financiero es definido como la variación del valor de la cartera inversión con relación a su valor actual, debido a factores o variables crediticios y de liquidez así como por problemas operativos. Son consideradas como riesgo financiero tanto a las desviaciones positivas como las negativas pues significan pérdidas y ganancias, esto debido a que impactan directamente en el valor de la cartera de inversión, o de un Inversionista cualquiera. Los IFD, como los activos financieros, son utilizados por los inversionistas como una fuente de financiamiento adicional, pero a diferencia de estos últimos, son utilizados para mitigar o disminuir los riesgos financieros a los que se encuentran expuestos. La innovación financiera no sólo significa nuevas fuentes de crédito, deudores y especialistas financieros, sino también nuevos mecanismos (IFD) denominados como de 2ª generación para especular con ellos. Estos nuevos instrumentos si bien benefician y son muy apreciados por los inversionistas, también introducen varias complicaciones técnicas para su valuación, por lo que el conocimiento del mercado no es suficiente para poder involucrarse con ellos, sino que también requiere del conocimiento de herramientas técnicas especializadas de análisis.

El riesgo financiero se divide en dos grandes grupos: el riesgo sistemático y no sistemático, este último es mitigado por varios métodos conocidos, sin embargo los dos más populares son: la administración de riesgo y la diversificación. Ambos son de gran importancia y permiten disminuir su impacto en una cartera

de inversión. Cabe destacar que el riesgo de sistemático no es mitigado por estos métodos debido a sus características propias.

Capítulo III. El riesgo financiero en las tiendas de autoservicio en México.

A) Tiendas de autoservicio:

El papel de los supermercados en la Economía.

Es muy común, en nuestros días, encontrar un supermercado por doquier, sin embargo, se ha menospreciado el papel que desempeñan estos en la economía internacional, específicamente en la economía mexicana, debido a la simplicidad con la que se nos presentan y que nos lleva a creer, muchas veces, que representan un pobre impacto en la vida económica del país.

Por lo anterior resulta imperante conocer el papel que desempeñan, teniendo en cuenta que, en los últimos años se han dado importantes cambios en la forma de ofrecer alimentos, bebidas y hasta bienes durables (electrodomésticos, equipo de sonido, etc.), y otros servicios a los consumidores.

Supermercado

El número de definiciones que existen en torno al concepto de Supermercado es considerable ya que manejan un sinnúmero de términos, sólo por mencionar un ejemplo la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales) considera a los Supermercados como una clasificación en base a factores como: Tamaño del inmueble, línea de mercancías, servicios adicionales. Pese a ello, algo en lo que todos coinciden es que se trata de un establecimiento que promueve el autoservicio al acercar al consumidor ante una gran cantidad de bienes. Para el presente trabajo se utilizará la definición de Rita Schwentesius y Manuel Gómez Cruz⁴¹

“El concepto de Supermercado se basa en el principio de autoservicio de los clientes, departamentos para líneas completas de alimentos y productos no-alimenticios, manejo de grandes volúmenes y precios rebajados para productos específicos.”

⁴¹ SCHWENTESIUS Rindermann, Rita. Et al Supermercados en México evolución y tendencias.

Es importante destacar que en la definición anterior existen conceptos tales como: “...*departamentos separados de productos, ..., no alimenticios con precios rebajados para productos específicos.*” que nos hablan de la complejidad del tema. No solamente se trata de un lugar donde se venden alimentos al por menor y por mayor, sino que también pone al alcance del consumidor bienes no alimenticios, e inclusive importados. En otras palabras, el crecimiento de los supermercados es tal que no sólo venden productos alimenticios de primera necesidad (como ocurre en los mercados tradicionales) sino que también permiten adquirir artículos de “lujo” (V.gr. Discos compactos, teléfonos celulares, ropa, calzado, vinos importados, joyería, llantas, etc.). El manejar ventas en gran escala permite a los supermercados disminuir sus costos por “rebajas” en ciertos artículos (marca propia de algunas mercancías, con el fin de ofrecerlas a precios accesibles).

Antecedentes y Evolución de los Supermercados.

Los Supermercados se remontan hasta los años treinta, donde se tienen indicios de que (en 1930) el primer Supermercado abrió en Jamaica, en Nueva York, Estados Unidos de América,⁴² Así, el Supermercado se ven impulsado por dos fenómenos en particular, a saber: el automóvil y el refrigerador⁴³. Fenómenos que sin duda impulsaron a los supermercados debido a que el automóvil permite a los consumidores transportar de forma más cómoda y en grandes volúmenes las mercancías y el refrigerador, preservarlos por periodos más prolongados de tiempo.

En el caso específico de México, el primer Supermercado en abrir fue Aurrerá en el año de 1958, sin embargo, es a partir de los años ochenta que inicia la

⁴² SKULLY, David, et al. Mexican Supermarkets Spur New Produce Distribution System, en USDA, Agricultural Outlook, August 1998, AGO-253, p. 14.

⁴³ El automóvil y el refrigerador fueron fundamentales para el desarrollo de los supermercados, debido a que; el automóvil le permite a las personas recorrer mayores distancias y comprar mayor cantidad de artículos que necesita, que de otra forma no sería posible porque la cantidad de artículos que podría transportar sería menor y esto implicaría ir varias veces a las tiendas cercanas. En el caso del refrigerador, permite almacenar los artículos sin que estos se descompusieran, lo que hace rentable la comprar una mayor cantidad de artículos perecederos.

expansión de éstas tiendas⁴⁴, desde entonces, los supermercados han cambiado y se han desarrollado de tal forma que hoy sería difícil concebir nuestra realidad sin ellos

Los supermercados modificaron en forma definitiva el comportamiento del consumidor mexicano, años atrás el mexicano adquiría, únicamente, sus productos a través de los mercados públicos (V.gr. Mercado de Jamaica, Mercado de la Merced, Mercado de Mixcoac, etc.), de los mercados sobre ruedas o tianguis (de tradición prehispánica) y de las llamadas tiendas de abarrotes. Todo esto significaba mucho tiempo y un recorrido grande, pues para adquirir los bienes destinados a la comida del día, todo comenzaba en la carnicería; pollería; luego ir a la frutería; verdulería; tortillería, a la tienda de abarrotes, etc. En este tipo de mercados los consumidores interactúan personalmente con el vendedor de forma constante.

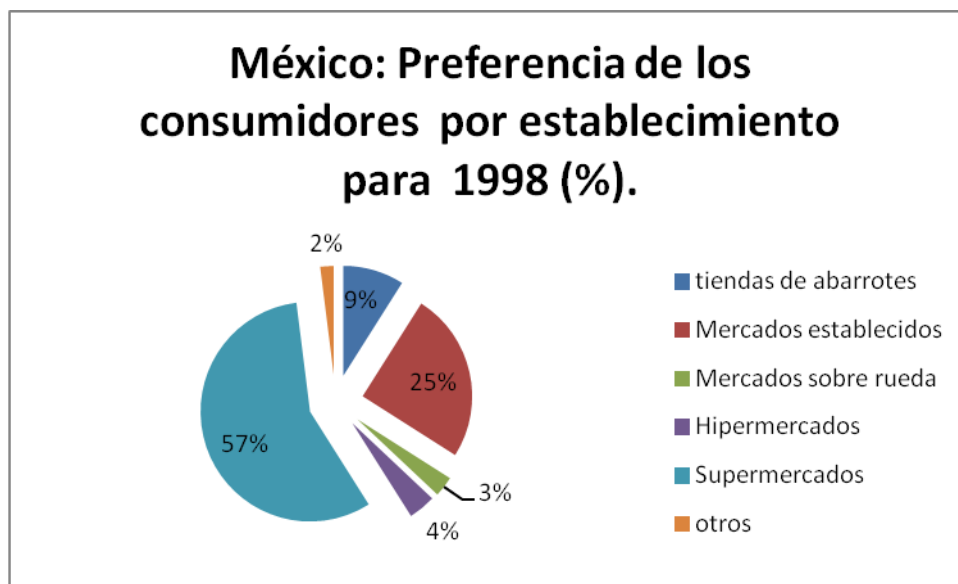
En los supermercados, por el contrario y a diferencia de los mercados tradicionales, no hay una interacción definida de tipo personal, el consumidor interactúa ante una gama basta de productos nacionales e importados que lo hacen aún más atractivo, ya que, no sólo pueden consumir un producto de una marca y una calidad específica, única, el consumidor puede probar diversos productos de diversa calidad. Así, el consumidor se encuentra ante un gran surtido y variedad de bienes y servicios entre los que puede escoger, por lo que éste se encuentra obligado a estar continuamente informado y actualizado para tomar decisiones de compra adecuadas, de esta manera, las únicas restricciones se resumen a su presupuesto y gustos, además de que todo las compras necesarias las puede realizar en un solo lugar (incluyendo productos farmacéuticos, zapatería, tintorería etc.).

La preferencia de los consumidores (cómo puede observarse en la gráfica III.1.) por los supermercados en México fue haciéndose más evidente, V. gr. en el año 1998 alrededor del 58%, siendo así el más preferido con respecto a las

⁴⁴ “... porque las precondiciones para la masificación no estaban dadas antes.” SCHWENTESIUS Rindermann, Rita. Et al **Supermercados en México evolución y tendencias.**

demás modalidades de establecimientos de consumo (mercados públicos, tianguis o mercados sobre rueda, tiendas de abarrotes, etc.)

Gráfico III.1



Fuente: FMI y ANTAD, 1998.

Supermercadización en México.

El desarrollo de los supermercados en México puede expresarse en tres fases, sin embargo, debe aclararse que cuando hablamos de supermercadización, nos referimos al proceso que comienza en los años cuarentas y se consolida durante los años noventa, proceso que se caracteriza por la expansión y dinamismo que han tenido los supermercados en México. Cabe resaltar que entre 1993 y 1998 los supermercados pasaron de 9 mil a casi 25 mil establecimientos, lo que representa una tasa media anual de crecimiento del 18.2% (ver gráfico III.1), por mencionar sólo un ejemplo.

Tabla III.1. Unidades económicas en las Ramas Comerciales en México, 1993 y 1998.

Concepto	1993		1998		TMAC
	Unidades	%	unidades2	%3	
Alimentos al por mayor	20,498	1.6	28,821	1.9	5.8
Alimentos al por menor	700,654	54.7	768,799	51.3	1.6
Supermercados	9,069	0.7	24,697	1.6	18.2
No alimenticios	550,711	43	675,209	45.2	2.0
Total	1,288,992	100.0	1,497,526	100.0	2.6

Fuente: Datos obtenidos de SCHWENTESIUS Rindermann, Rita. Et al EN: Supermercados en México evolución y tendencias.

De esta manera el proceso de supermercadización en México⁴⁵ comprende las siguientes Fases de expansión:

1. La primera fase comienza con la aparición de las primeras tiendas durante los años cuarenta y los años cincuenta, extendiéndose hasta los primeros años de los años ochenta. Ésta fase se caracteriza por el proceso de consolidación de las tiendas en las grandes ciudades. Las primeras tiendas de autoservicio fueron financiadas con la inversión de capital nacional principalmente aunque en casos concretos, como el de la Casa Ley, utilizaron capital de Estados Unidos.
2. La segunda fase se desarrolla durante los años ochenta, se caracteriza por la incursión de estas tiendas de autoservicio en ciertas ciudades grandes y medianas de la República, aunada a la expansión de dichas tiendas se encuentra también la competencia que libraron con las cadenas consolidadas en la capital del país y zonas conurbadas, así como también la competencia librada con las cadenas consolidadas en estados considerados estratégicos para el futuro crecimiento de las tiendas de autoservicio. A lo anterior se le debe agregar la diversificación de sus actividades hacia otros giros comerciales, encaminados a atraer el mayor número de consumidores posibles.

⁴⁵ Schwentesius Rindermann, Rita. Gómez Cruz, Manuel Ángel. Supermercados y su Impacto sobre la Comercialización de Hortofrutícolas y Pequeños Productores en México; el caso del Limón Mexicano de Oaxaca. En Biblioteca de investigaciones, manuales y presentaciones de la cadena productiva de los cítricos nacional e internacional: www.concitver.com/investigaciones.html

3. La tercera fase se desarrolla durante la década de los noventa, caracterizada por la expansión de los supermercados, crecimiento motivado principalmente por trasnacionales estadounidenses y Francesas⁴⁶, cabe mencionar que las empresas de comercio al mayoreo continúan vigentes hasta nuestros días a través de concertaciones de tipo *joint ventures*⁴⁷ con empresas nacionales⁴⁸ (ver cuadro III.3).

Estas tres fases desembocan una creciente concentración y trasnacionalización de la distribución de alimentos en Países como México, sin que repercuta en la desaparición de las formas tradicionales de ventas al menudeo, esto debido a que el proceso de supermercadización si bien ha sido acelerado, no ha alcanzado el nivel de países desarrollados⁴⁹.

También es de importancia señalar que, a pesar de la acelerado proceso de desconcentración de los supermercados de la zona metropolitana y el Distrito Federal hacia otros estados de la República mexicana⁵⁰, durante los años ochenta, la tendencia sigue mostrando un alto grado de concentración en dicha zona y la zona de los estados norte del país⁵¹, debido a que los supermercados están dirigidos a la población cuyos ingresos son de tipo medio alto (por arriba

⁴⁶ La participación de estas trasnacionales se vió favorecida por la liberalización económica y al nuevo marco regulatorio que permite la inversión extranjera al 100%, acontecidos en durante esta década.

⁴⁷ Consiste en un acuerdo comercial de inversión conjunta a largo plazo entre dos o más personas, ya sean jurídicas o comerciales. Este acuerdo puede comprender desde aportaciones de capital, recursos, tecnología, canales de distribuciones, financiamiento, etc.

⁴⁸ Es el caso en México de las empresas: WalMart-Sam's Club; Comercial Mexicana-Cotsco y Auchan.

⁴⁹ En México por cada mil habitantes existen 81m² de piso de venta, contra 244en Francia, 380 en Estados Unidos y 134 en Reino Unido.

⁵⁰ El proceso de urbanización y de infraestructura suscitado a finales de los ochentas y durante los noventa conectaron a las ciudades pequeñas con las capitales, lo que redujo los costos y permitió a las cadenas comerciales establecerse en las ciudades pequeñas.

⁵¹ En el primer semestre del 2012 habían 3,686 supermercados, de los cuales el 70% de éstos se encuentran localizados solamente en 10 Estados de la República Mexicana a saber: Estado de México, Distrito Federal. Jalisco, Nuevo León, Sonora, Chihuahua, Coahuila, Baja California y Veracruz, principalmente. Directorio Estadístico Nacional de Unidades Económicas (DENUE)

del promedio nacional) y, como en el caso de la zona de los estados norte, porque está influenciada por los esquemas de compra de los Estados Unidos⁵².

Tabla III.2. Tiendas de autoservicio más importantes y el origen de su capital, México 1993-2003.

Cadena	Fundación	Localización	Capital
Wal-Mart	1958	ciudades grandes del País	Estados Unidos (Nacional, hasta 2000)
Gigante	1962	ciudades mayores de México y Los Ángeles	Nacional, Estados Unidos (Fleaming)
CM	1962	ciudades mayores de México y Los Ángeles	Nacional, Estados Unidos (Cosco)
Soriana	1953	Ciudades mayores de 27 Estados	Nacional
Chedraui	1970	Ciudades mayores del centro sur y noreste de México, Los Ángeles	Nacional
Carrefour	1994	Ciudades grandes del Centro del País	Francia
Auchan	1997-2003	Ciudad de México y Puebla	Francia

Fuente: Elaboración Propia en base a la información de sus respectivos portales.

Importancia económica de los Supermercados en México.

El desarrollo de los supermercados en México, desencadena un efecto concatenado en el sentido económico, debido a que los supermercados, al reafirmar su presencia, requiere de proveedores con la suficiente capacidad para contar con los artículos requeridos por las cadenas comerciales (supermercados) que demandan puntualidad en cuanto a las entregas de los mismos. Esto implica, necesariamente, que los productores medianos y grandes se vean en la necesidad de incrementar su capacidad productiva a través de créditos y/o asociaciones, con ello, algunos productores logran consolidarse aunque otros tienden a desaparecer debido a su incapacidad para satisfacer la demanda.

Si nos detenemos a revisar a los supermercados (y tiendas departamentales) en materia de generación de empleos su importancia crece aún más, V.gr. en

⁵² Schwentesius Rindermann, Rita. Gómez Cruz, Manuel Ángel.

2011 se generaron alrededor de 44mil empleos en dicho sector⁵³, sin embargo, el número de empleados generados en torno a actividades relacionadas con las promociones, servicios, logística, seguridad, etc. crearon aproximadamente de 3 millones 380 mil empleos en 2012. De esta manera queda palpable la importancia que observan los supermercados en materia de generación de empleos.

III.1.5 Los supermercados y el gasto de las familias en México.

Las tiendas departamentales y los supermercados representan los establecimientos donde la mayoría de las familias mexicanas acuden para adquirir los productos que cotidianamente requieren. Así lo manifiesta la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH) en 2010 que elabora INEGI, al señalar el 99%⁵⁴ de los hogares acuden a supermercados y tiendas departamentales para realizar sus gastos para adquirir alimentos, bebidas, calzado, artículos y servicios para el hogar, artículos de educación y artículos para el cuidado personal.

Gráfico III.2. Gasto De los hogares mexicanos.



⁵³ López Pilar, et al. *El sector de tiendas departamentales y de autoservicio en México*. En www.profeco.gob.mx México 18 de Enero del 2013.

⁵⁴ INEGI contabilizó para 2010 un total de 29 millones 43mil 363 hogares, de los cuales el 99% representó 28 millones 854mil 607 hogares. ENIGH (INEGI) en López Pilar, et al. *El sector de tiendas departamentales y de autoservicio en México*. En www.profeco.gob.mx México 18 de Enero del 2013.

De acuerdo con la gráfica anterior (ver gráfico III.2) los hogares mexicanos gastan el 33.7% de su ingreso en alimentos, bebida y tabaco, lo que significa un gasto de \$2,818 pesos mensuales promedio realizado en supermercados y tiendas departamentales.

Los gastos en Vestido y calzado representaron el 5,7%, con un gasto promedio mensual de \$594 pesos aproximadamente. Para los gastos relacionados con los artículos y servicio para el hogar se registró un gasto de \$539 pesos en promedio mensual, equivalente al 6.4% del gasto total, estos incluyen desde cristalería, blancos y artículos para el cuidado de la salud, entre otros.

Con respecto a servicios y artículos para la educación y esparcimiento, del 64% de los hogares encuestados manifestaron que el 13.4% de su gasto total lo realizaron en este rubro, con un promedio mensual de \$1,738 pesos, representando el segundo rubro en que se destinan los gastos, después, de alimentos, bebidas y tabaco.

Por último el gasto relacionado con el rubro de cuidado personal, los hogares gastan mensualmente en promedio \$630 pesos, es decir, 7.9 % del gasto total. Es decir, si bien los alimentos, bebidas y tabaco son los artículos que los hogares más adquieren en los Supermercados, los artículos relacionados con la educación y esparcimiento además de aquellos relacionados con el cuidado personal son los artículos más demandados después de los alimentos y bebidas.

En conclusión Los Supermercados representan el lugar donde los hogares prefieren adquirir no sólo alimento y bebidas sino también una gran variedad de artículos.

Así pues la supermercadización es inminente y la economía mexicana no muestra signos de que esto cambie, al contrario existen motivos, evidencias, que lo impulsan, estas son:

1. Todavía no se registra un proceso generalizado de otros establecimientos de venta de alimentos al por menor.

2. La penetración de los supermercados en las ciudades medianas apenas empieza y todavía no es un fenómeno generalizado.
3. México no cuenta con una estrategia de desarrollo de mercados tradicionales.
4. La preferencia de los consumidores por los supermercados, la cual se ve reflejada en la eficiencia financiera en los indicadores tales como: ventas y utilidades.

B) Caso de CM

Cm y el mercado de las tiendas de autoservicio.

Los supermercados representan un fenómeno económico y social en México. Un fenómeno que crece y se desarrolla día a día a pesar de la simplicidad con que se nos presenta. Los supermercados representan una fuente de empleo considerable y su presencia en México y el mundo es innegable, de tal forma que nadie, hasta el día de hoy, escapa de su influencia.

CM representa un ejemplo claro de lo acontecido y los retos que se han enfrentado a nivel Nacional. Es una cadena de autoservicio cuyo origen de capital es mayoritariamente de origen Nacional (ver Tabla No. III.2), por lo que se le ha considerado desde su fundación –en el año de 1962- como una cadena representativa de dicho sector económico. Así pues, resulta interesante aterrizar la importancia, el papel, y las dimensiones que alcanza el sector de los autoservicios en México a través de la cadena de autoservicios citada, toda vez que su presencia en el sector tiene una antigüedad de más de cuatro décadas, que nos permite desarrollar un análisis completo y representativo.

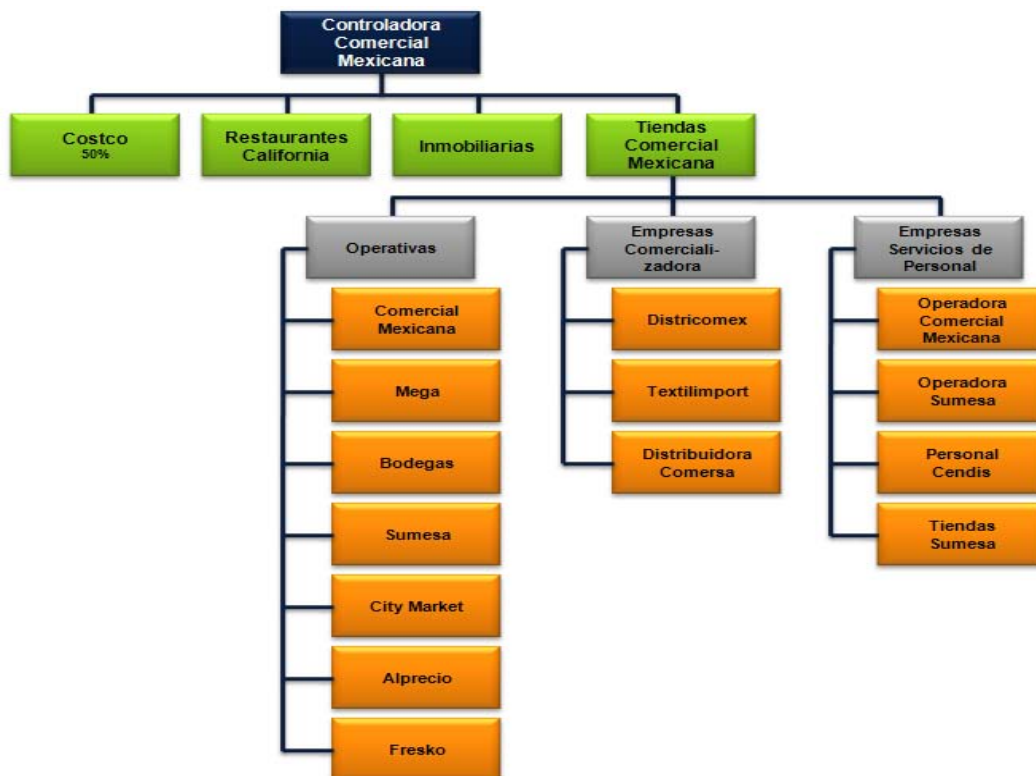
CM es una Sociedad Anónima Bursátil (S.A.B.) que opera en el sector de los supermercados y tiendas de autoservicio, es una cadena comercial cuyo giro principal radica son las tiendas de autoservicio, de origen de capital mayoritariamente Nacional y que sobresale entre las primeras más importantes de México. Cuenta con una subsidiaria Tiendas Cm (TCM) la cual se hace cargo de la operación de los supermercados y tiendas de autoservicios de

dicha empresa, desde 2003. Cuenta con una capacidad instalada (TCM) de 199 unidades (al 2009), cabe mencionar que lleva a cabo diversas operaciones con otras compañías filiales, principalmente el arrendamiento de inmuebles y equipo (ver cuadro III.1). De esta manera, Cm está integrada por un conjunto de compañías afiliadas que además de TCM incluyen: Mercandía, S.A de C.V.; Districomex, S.A. de C.V; Textilimport, S. de R.L de C.V; Distribuidora Comersa, S.A de C.V; Edificios CM, S.A. de C.V; Operadora Cm, S.A de C.V.; Operadora Sumesa. S.A. de C.V; Personal Cendis, S.C. y el Fideicomiso AAA Tiendas Cm.

Orígenes de CM.

Los orígenes de Cm se remontan a los años treinta cuando Antonio Gonzales y su hijo Carlos González establecen su primera tienda en la Ciudad de México, comercializando Textiles e inician operaciones en 1930.

Cuadro III.1 Estructura operativa Cm



Fuente: Controladora Comercial Mexicana, www.comerci.com.mx

La evolución de la empresa puede verse en la siguiente cronología:

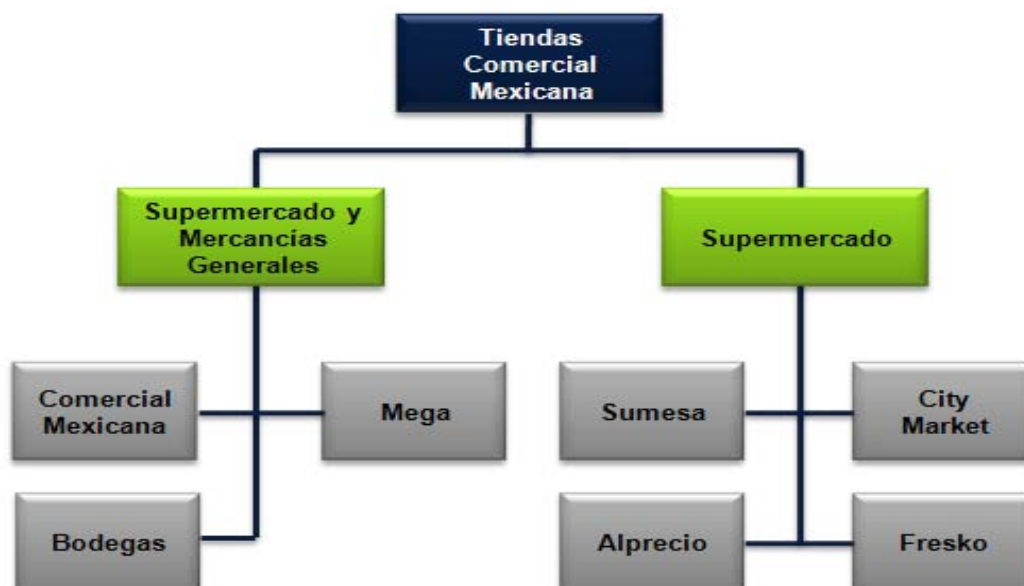
- 1930.- Inicia operaciones Cm en la Ciudad de México, comercializando textiles.
- 1944.- La empresa se establece como Sociedad en Comandita simple bajo la denominación “Antonio González e hijo”.
- 1962.- Opera la primera combinación de supermercado-tienda de mercancías generales bajo la denominación “Cm”, en la Ciudad de México.
- 1970.- Para este año Cm cuenta ya con 20 tiendas adicionales.
- 1981.- Continúa su expansión con la adquisición de la cadena Sumesa.
- 1982.- Inicia operaciones el primer Restaurante California.
- 1988.-Comienza a operar dos formatos; Cm y Sumesa.
- 1989 Comienzan a operar Bodegas para atender a clientes de poder adquisitivo menor.
- 1991. Cm constituye una asociación con Cotsco. En este mismo año Comercial comienza a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).
- 1992.- Inicia operaciones la primera tienda de la asociación Cm- Cotsco.
- 1993.-Introduce el formato Mega para aprovechar el potencial percibido de los hipermercados.
- 1995.-Cm se asocia con Auchan de Francia para ingresar en el formato de Hipermercados.
- 1996.- Las acciones de Cm comienzan a cotizar en la Bolsa de Valores de Nueva York (BVNY), a través de títulos denominados *Global Depositary Shares*. En este mismo año la empresa da por termina la asociación con Auchan de Francia para incursionar en el concepto de hipermercado de manera independiente
- 1997.- La empresa adquiere las tiendas operadas por Kmart.

- 2003.- Adquiere las tiendas Auchan para convertirlas a su formato Mega. La empresa inaugura en este año su primer centro de Distribución en Tultitlan, Estado de México.
- 2006.- Introduce el formato City Market y Alprecio.
- 2008.- inaugura su segundo Centro de Distribución Cadena de Frio, en el Distrito Federal para productos perecederos y frescos.
- 2009.- Introduce el formato Fresko, la empresa inaugura su tercer Centro de Distribución en Tijuana, Baja California.

Objetivo de Cm

CM opera bajo siete formatos divididos en dos grupos (ver cuadro III.9); el primer grupo lo comprende las tiendas que combinan el forma de Supermercados y tiendas de mercancías generales, las cuales cuentan con un mayor número y diversificación de artículos y el segundo grupo es el de aquellas tiendas que operan sólo como supermercados y cuentan con un número menor de artículos. Así mismo, cuenta con tres Centros de Distribución localizados en distintas regiones de la República Mexicana; Tultitlán, Estado de México, Distrito Federal y Tijuana, Baja California Norte.

Cuadro III.2 Formatos de Venta de CM.



Fuente: controladora comercial mexicana en: www.comerci.com.mx

Los Centros de Distribución le permiten a la empresa negociar mejores precios con los proveedores, quienes podrán centralizar sus productos en lugar de enviarlos a diferentes lugares (es importante aclarar que el 30% de los productos son distribuidos por los proveedores directamente).

Tabla III.3. Centros de distribución y capacidad de almacenamiento al 2009 (m²).

Lugar.	Capacidad de almacenamiento.
Centro de Distribución CM, Tultitlán, Estado de México	50,000m²
Centro de Distribución CM, Cadena de Frio, Distrito Federal	35,000²
Centro de Distribución CM, Tijuana, Baja California Norte	50,000²

Fuente: Elaboración propia con información de los Informes anuales de comercial mexicana 2004-2009.

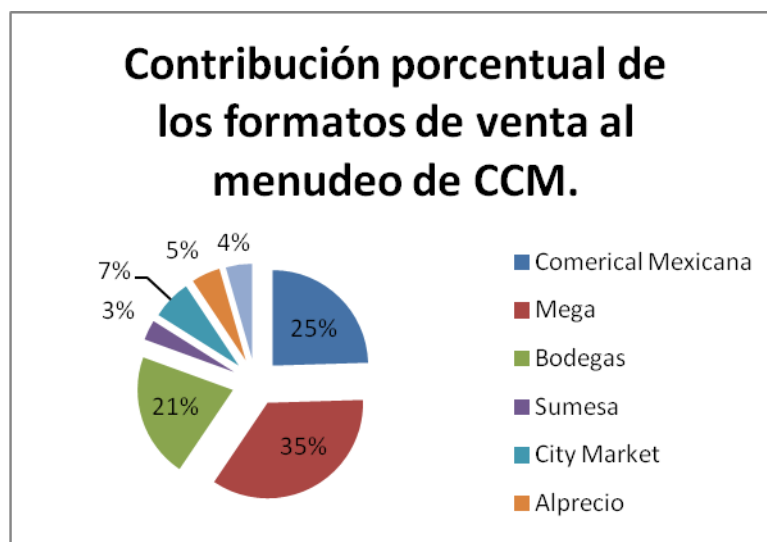
Capacidad instalada de TCM por Región.

La capacidad instalada de TCM comprende un área total de ventas de aproximadamente 1'262,422 m² donde sobresalen el primer grupo (que combina los formatos de Supermercado y Mercancías Generales) como los tenedores de mayor área de venta al contar con un total de 1'238,916 m². Además debe considerarse que la mayoría de esta área de ventas se encuentra localizada en el área metropolitana de la Ciudad de México y la Región Centro, es decir, de las 199 unidades existentes en toda la República Mexicana 88 de estas se encuentran en dichas regiones (alrededor del 66%)

Con lo que se puede concluir que, los formatos Cm, Mega y en menor medida Bodegas en las regiones centro y el área metropolitana en conjunto con la Ciudad de México proveen la mayor parte del ingreso por concepto de ventas a CM, esto debido principalmente a la diversidad de productos de dichos formatos y a su capacidad instalada. Sin dejar de mencionar que de los tres centros de distribución dos se localizan en dichas regiones, facilitando así

negociar mejores precios y manteniendo en mejor calidad y disposición sus mercancías y productos.

Gráfico No. III.3



Fuente: Elaboración propia con información proporcionada por la empresa a Septiembre 2009, sin considerar Cotsco y los restaurantes. Diciembre 2009

Tabla No. III.4 Participación de las principales cadenas en el mercado de autoservicio, México 2007 – 2010. (%)

CADENA/PARTICIPACIÓN.	2007	2008	2009	2010
WAL MART	40.9	39.1	38.8	47.9
SORIANA + GIGANTE	26.3	23.4	18.5	19.7
COMERCIAL MEXICANA	12.2	11.6	8.6	
CHERDAUI	8.1	8.1	7.2	8

Fuente: Homescan, Nielsen 2011.

CM Forma parte de una lista de cadenas comerciales de autoservicio más importantes en nuestro país⁵⁵ (ver Tabla III. 4), entre las que figuran: 1) WalMart⁵⁶, 2) Soriana⁵⁷, 3) Comercial mexicana⁵⁸ y 4) Chedraui⁵⁹ –en ése

⁵⁵ Todo ello en bajo los criterios de Ventas Totales y número de sucursales.

⁵⁶ Comprende Bodega Aurrerá y sus formatos así como también, Superama, Sam`s Club.

⁵⁷ Comprende, a su vez a Gigante, absorbida por Soriana a partir del 2007.

⁵⁸ Incluye: Comercial mexicana, Bodega Comercial mexicana, Mega Comercial, Al precio, Sumesa, Fresko, City Market y Cotsco.

orden. Durante 2007 al 2010 estas cuatro cadenas de supermercados se impusieron en el sector comercio en México, sin embargo, CM fue perdiendo presencia en dicho sector. Así por ejemplo en 2007 tenía una participación del 12.2 %, y para el 2008 de 11.6%, ya para el 2009 de sólo 8.6%, En el cuadro III.8 se observa que las cuatro cadenas comerciales presentaron un decrecimiento durante 2008 y 2009, donde, sin embargo, las más afectadas resultaron ser CM y Soriana, ambas registraron un decrecimiento en su participación de mercado de más del 15% entre dichos años, y resultando como las mejores libradas tanto Wal-Mart y Chedraui decreciendo sólo 2.6 y 5.5%, respectivamente. Sin embargo, resulta interesante detenerse un poco en lo que a las ventas totales se refiere, para dimensionar mejor el caso.

Gráfico III. 4



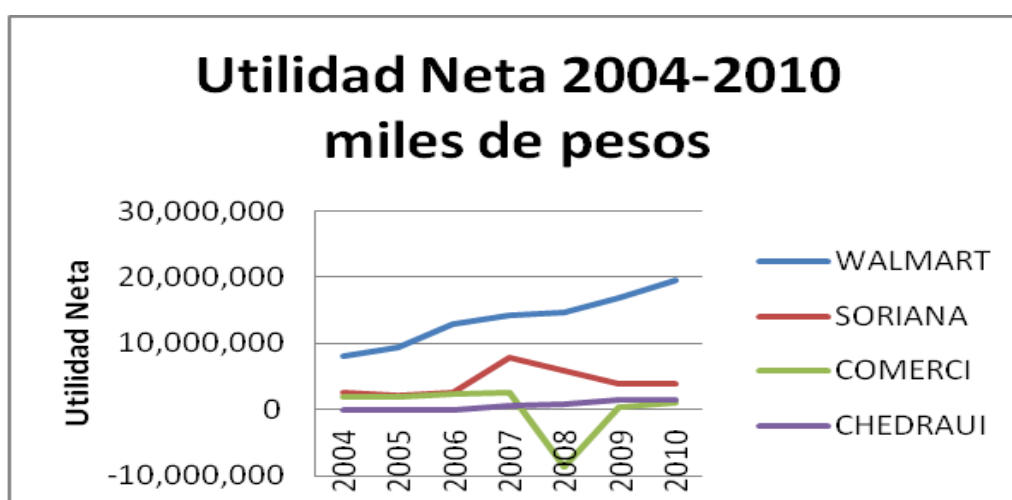
Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de los informes anuales 2004-2010 de las cadenas comerciales.

Las ventas totales de los cuatro Supermercados del periodo 2004-2010 ascendieron a 2 billones, 529mil, 885 millones,623mil pesos, de los cuales el 64% fueron generados por Walmart, 16% por Soriana, 14% por CM y el 7% restante por Chedraui. Por lo que CM ocupa (hasta el 2010) el tercer lugar de los 4 supermercados, sin embargo, debe notarse que Soriana y CM sólo les separa aproximadamente dos puntos porcentuales, es decir cerca de 73mil millones de pesos, aunque debe considerarse el hecho de que Gigante y Soriana se fusionaron en 2007, lo que implicó un fortalecimiento de esta última tienda en cuanto a la generación de ventas se refiere. Conviene aquí, tocar lo

⁵⁹ Incluye a la reciente adquisición por parte de Chedraui: Carrefour.

relacionado con las utilidades generadas, utilidades netas, en donde está claro que Walmart mantiene el liderato en relación con las otras tres cadenas comerciales, seguida de Soriana y de Chedraui, con lo que CM se rezagó hasta el último lugar (ver gráfico III.5), obedeciendo todo a ello a los problemas de liquidez mencionados anteriormente y tratados con mayor profundidad líneas más adelante (siendo 2008 el punto de inflexión en la tendencia a la baja). Con lo que lo visto en el gráfico sólo sirve para comparar la generación de utilidades por parte de las cuatro cadenas.

Gráfico III.5



Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de los informes anuales 2004-2010 de las cadenas comerciales.

Fortaleza de CM

La fortaleza de Cm, entonces, radica en el grupo de formatos de venta que representan la la venta de mercancías generales. Estos son Comercial Mexicana, Bodegas y Megas. Dichos formatos se basan en la estrategia de comercialización de productos de mercancías propias, lo que facilita su compra a través de: su propia tarjeta de crédito, aceptación de cupones, pagos parciales y crédito en artículos de consumo duradero. Así como también la facilidad para la adquisición de bienes/productos de alta calidad a precios económicos vía monederos electrónicos, sin dejar de mencionar a las promociones de venta por días (Miércoles de fruta y verduras) y por temporada (durante el verano mediante el denominado Julio regalado). Todo esto impacta positivamente en el flujo estable de efectivo de CM, que se puede verificar en la

estacionalidad del gasto en el consumo, esto sobre todo durante los 3er y 4to trimestres de cada año.

Debilidades de Cm

Sus Debilidades radican principalmente en lo relacionado con la venta de supermercado propiamente, con perecederos y comida de alta calidad, restaurantes y la venta de productos importados únicos, muy poco de sus ventas provienen de los clientes de poder adquisitivo medio-alto, formatos de tiendas como: Sumesa, City Market y Fresko representan muy poco en comparación con los otros formatos de tiendas con poder adquisitivo medio (ver gráfico.III.3).Expuesto todo lo anterior, se puede concluir que CM se presenta así como una cadena comercial importante en México, la cual encuentra cabida en importancia con relación a sus más cercanos competidores, su estrategia de ventas y su base de clientes (poder adquisitivo medio) le significan considerable importancia dentro del mercado, aunque el segmento del mercado de clientes con poder adquisitivo medio-alto se encuentra un poco rezagada y la limita un poco.

C) Problemática.

I. Cm en números, Situación 2001-2010.

Conocer la situación, en el período de 2001-2010, de CM es posible gracias al empleo de las razones financieras, centrándose principalmente en seis de ellas; Apalancamiento, endeudamiento, rendimiento sobre patrimonio (ROE), rendimiento sobre inversión (ROI), de liquidez y por último la del margen de utilidad neta (MUN). Al aplicar estas razones financieras para Cm permite conocer la situación en cuanto a capital, activos, rendimiento y liquidez de la empresa.

Cuadro III.3 Razones financieras CM y Wal-Mart 2001-2010

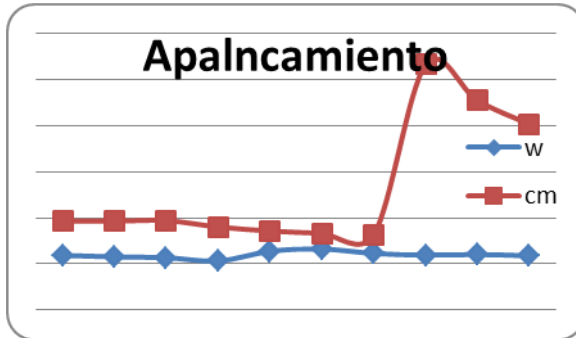
Cadena	Año	Apalancamiento pasivo KC								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Walmart	0.59	0.58	0.57	0.53	0.64	0.66	0.61	0.59	0.60	0.59
CM	0.96	0.96	0.97	0.90	0.86	0.83	0.82	2.67	2.27	2.02
	Endeudamiento deuda /at									
Walmart	37.16	36.53	36.20	34.68	38.90	39.82	38.00	37.30	37.55	36.93
CM	48.88	48.91	49.07	47.21	45.16	47.11	44.98	72.73	63.93	66.85
	ROE									
Walmart	12.77	13.04	13.03	16.68	18.28	20.88	21.50	19.75	20.21	15.97
CM	7.07	6.71	7.94	11.40	10.93	11.39	11.29	-62.24	2.43	6.77
	ROI									
Walmart	8.02	8.28	8.31	10.90	11.17	12.57	13.33	12.39	12.62	10.04
CM	3.59	3.40	4.01	5.98	5.76	6.45	6.21	-16.97	0.68	2.24
	Liquidez									
Walmart	0.78	0.73	0.76	0.71	0.64	0.62	0.45	0.47	0.64	0.64
CM	0.51	0.70	0.83	0.69	0.39	0.32	0.47	0.28	0.29	0.63
	MU/ventas									
Walmart	4.74	4.67	4.54	5.60	5.76	6.27	6.35	6.01	6.24	5.85
CM	2.30	2.46	2.95	4.57	4.54	4.81	5.03	-16.11	0.63	1.85

Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de los informes anuales 2004-2010 de las cadenas comerciales.

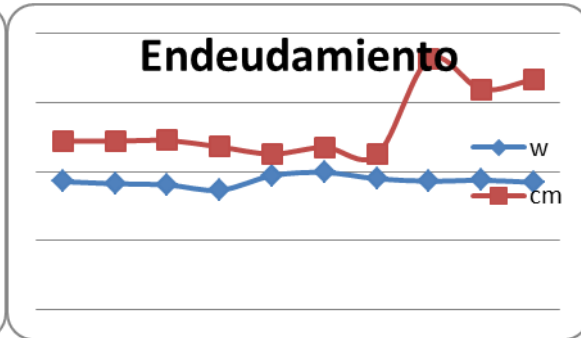
Así pues, la situación financiera que arrojan las razones financieras (ver cuadro III.3) permite conocer que CM tiene una presencia importante dentro del mercado, aunque tiene cierta debilidad en cuanto a liquidez y el grado de dependencia del financiamiento externo, se mantiene como una competidora importante de Wal-Mart líder del mercado.

Gráfico III.6 CM vs Wal-Mart 2001-2010, México (porcentaje)

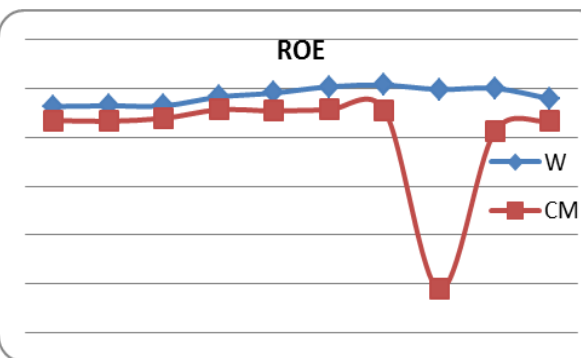
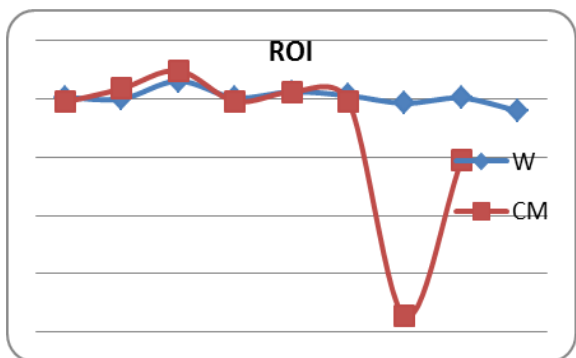
Capital



Activos



Rendimiento



Fuente: Elaboración propia con base a información obtenida de los informes anuales de Cm; www.comerci.com.mx

Las razones financieras de apalancamiento y endeudamiento muestran que Cm en relación con Wal-Mart es muy dependiente del financiamiento externo, esto debido a que; los activos de Cm, financiados a través de deuda, se incrementaron en un 56% anual del 2001-2010, mientras que Wal-Mart en el mismo periodo los redujo hasta en un 14.67%.

Revisando la razón de apalancamiento se confirma este financiamiento a través del capital externo creciente, ya que con esta razón se conoce la fuente del financiamiento de la empresa, entre más alta la razón más dependiente del financiamiento proveniente de los proveedores, deuda contratada por la empresa, mientras que entre más baja sea la razón, el financiamiento se da a través de recursos propios. El apalancamiento de Cm es mayor que el del mercado, de hecho tiene una tendencia creciente al registrar un crecimiento promedio anual del 8.55% contra un decremento de 0.08% por parte del líder del mercado.

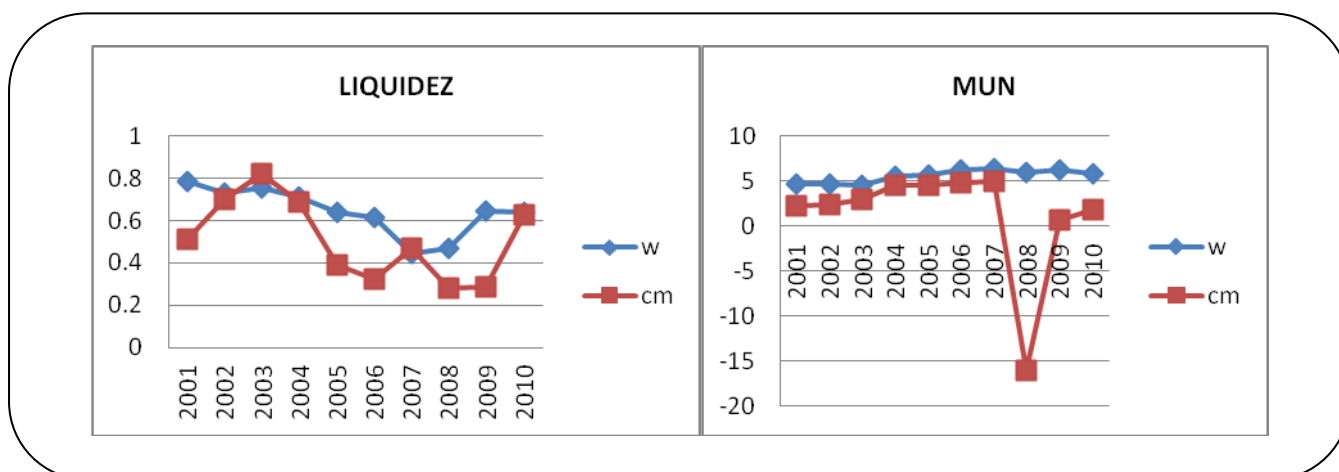
Una parte importante de toda empresa es la de los rendimientos, es decir, la capacidad que tiene la empresa de generar utilidades, esta parte es muy importante porque siempre se busca que la empresa sea rentable. Aplicando la razón de Rendimiento sobre capital en acciones comunes (Utilidad neta después de impuestos/Capital de los accionistas) ROE- que indica el valor en libros de los accionistas- para CM muestra una tendencia acorde al mercado pero que, sin embargo, cae radicalmente y en mayor medida que el mismo en 2007. Esto explica el que dentro del periodo comprendido entre 2001-2010 dicho rendimiento tuvo un decremento promedio anual del 0.47%, contrario al crecimiento observado del 2.51% anual del mercado. Revisando el rendimiento por cada peso de ventas de Cm con la razón financiera ROI, refleja un comportamiento similar al descrito por ROE, también en 2007 se presenta un decremento importante, lo que hace que tenga un decremento anual en ROI de 5.1%, contrario al crecimiento promedio anual de 2.5% del mercado. Esto es, CM tiene que emplear más activos para generar utilidades en comparación que el mercado.

Para complementar la revisión de la situación de Cm dentro del periodo 2001-2010, resulta imperante revisar su liquidez, no sólo vista como la capacidad de

hacer efectivos/ líquidos sus activos en un periodo corto de tiempo, sino que revisar la capacidad que tiene Cm para hacer frente a sus pasivos circulantes (obligaciones o deudas con período de maduración o vencimiento igual o menor a 1 año) con sus activos más líquidos (prescindiendo de sus inventarios), para lo cual se recurre a la razón llamada de ácido (Activo circulante-Inventarios/ pasivo circulante), que permite precisamente analizar dicha capacidad.

El gráfico III.7 permite observar lo volátil de la liquidez de Cm con respecto al mercado y que, aunada al margen de utilidad neta (MUN) demuestra que en el periodo señalado CM está por debajo del mercado para generar rentabilidad a través de las ventas, el mercado tiene un rendimiento anual promedio del 2.32%, mientras que CM presenta un decremento del 2.4%

Gráfico III.7 CM vs Wal-Mart, México (porcentaje).

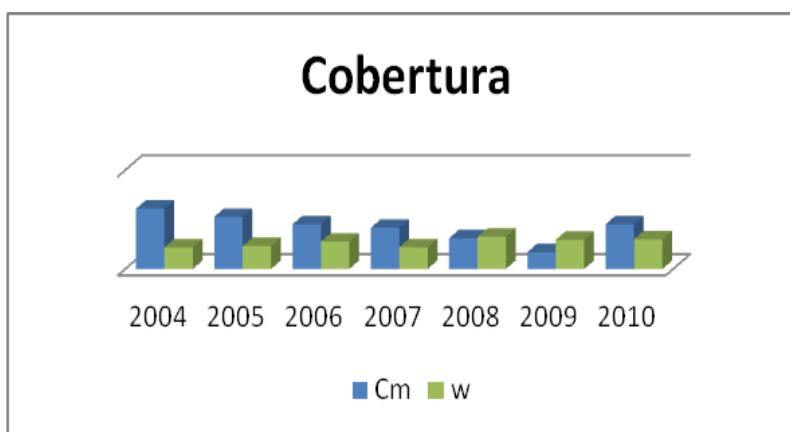


Fuente: Elaboración propia con los datos obtenidos de los informes anuales 2004-2010 de las cadenas comerciales.

La razón de cobertura (Utilidad neta antes de intereses e impuestos/pago de intereses) muestra la capacidad de una empresa para hacer frente a sus cargos financieros y así evitar la banca rota, entre más alta la razón más capacidad muestra la empresa. Para el periodo comprendido de 2004 a 2010 Cm presenta una tendencia descendente que toca fondo ya para 2009, y que si bien mostraba cierta ventaja los primeros años, lo cierto es que resulta relativamente inferior después de 2007 en comparación con el líder del mercado. En lo que atañe a Wal-Mart, si bien esta no muestra una tendencia

ascendente, si muestra estabilidad y firmeza en este rubro, es decir, muestra una capacidad sólida para afrontar sus compromisos y cargos financieros año tras año.

Gráfico III.8 Razón de cobertura de Cm vs Wal-Mart, México 2004-2010.



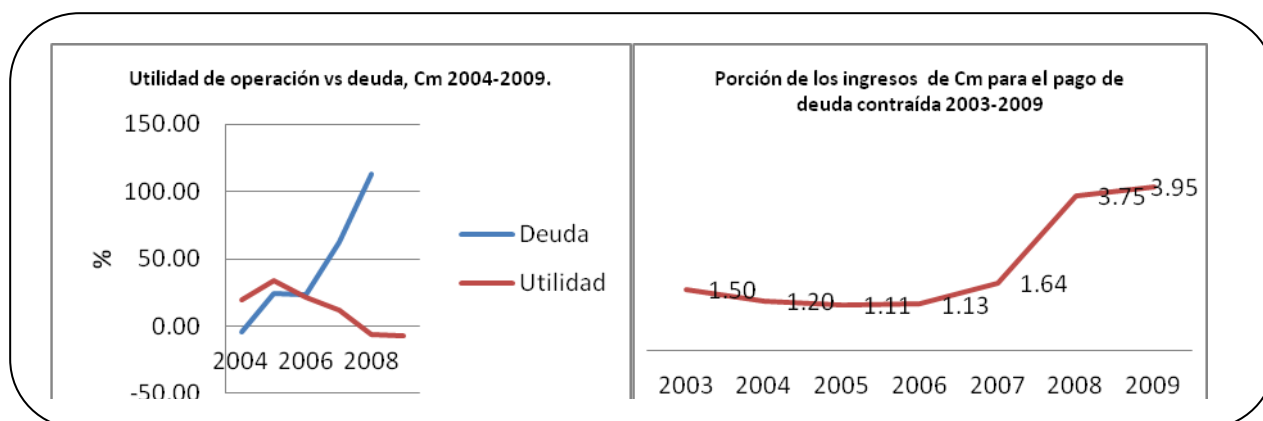
Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales de Cm y Wal-Mart de 2004 al 2010.

Cabe destacar que para la elaboración del gráfico anterior se utilizaron datos obtenidos de los informes anuales de ambas empresas en dicho período. En estos, los datos para Cm aparecen de forma explícita en el rubro “intereses pagados”, caso contrario para Wal-Mart, que para este último se obtuvieron del “Estado consolidado de cambios en la situación financiera” en el rubro denominado “financiamiento” considerando las secciones de “recompra de acciones” y “pago de dividendos” de forma conjunta. En otras palabras, Wal-Mart optó en todo este período por el financiamiento a través del capital que es más seguro, debido a que no existe un compromiso contractual a través del cual se obligue a pagar intereses y principal⁶⁰, lo que si ocurre con el financiamiento a través de la deuda y que fue utilizado por Cm. Factores relevantes son la condición financiera y el desarrollo de la empresa para determinar el tipo de financiamiento que esta debe utilizar, ya que resulta más atractivo el financiamiento mediante deuda sólo cuando existen condiciones de liquidez y rentabilidad suficientemente estables ya que de esta manera el grado de riesgo al que se encuentra expuesta es menor.

⁶⁰ VAN HORNE, James C. Et al. Fundamentos de administración financiera, 13ª edición. Pearson.

Para dimensionar mejor el estado de Cm en cuanto a deuda considérese el comparativo entre deuda total y utilidad de operación (antes de intereses e impuestos) generados por esta empresa en el periodo de 2004-2009, con el fin de conocer la cantidad de ingresos generados para el pago de dicha deuda.

Gráfico III.9



Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de los informes anuales de Cm de 2003 al 2009.

Con base al gráfico anterior es posible observar cómo la utilidad de operación y la deuda son completamente opuestas, la primera tiene una tendencia decreciente mientras que la deuda presenta una tendencia ascendente, de hecho, en 2007 esta última presenta un crecimiento del 62% con respecto al año anterior y en 2008 crece hasta un 113% (esto obedece, como se vio líneas arriba, a la exigencia en el corto plazo de la deuda a largo plazo). Empleando la relación antes señalada (deuda/Utilidad antes de impuestos e intereses) es posible descubrir la proporción del ingreso que corresponde a la deuda, por lo que por cada peso que ingresa en forma de utilidad no es suficiente para cubrir la deuda contraída y vigente, pues se requiere aún más recursos para hacerle frente, en promedio Cm necesito de 1.84 pesos por cada peso que ingresaba de utilidad siendo 2007, 2008 y 2009 los años en que por cada peso obtenido, se requería de ese peso en su totalidad más 64 centavos, 2 pesos y 74 centavos y 2 pesos más 95 adicionales para pagar completamente la deuda, en cada año respectivamente.

En síntesis, CM en el período del 2001-2010, muestra un grado de apalancamiento y endeudamiento mayor al registrado por el promedio del mercado, empeorado por una liquidez muy volátil, lo cual le impide contar con

una rentabilidad de inversión y en valor en libros de la empresa acorde al mercado, debido en gran parte a lo poco rentables de sus ventas, ya que necesita de mayor empleo de sus activos para generar utilidades. Cm presentaba elementos suficientes, desde el punto de vista financiero, como para no optar por el nivel alcanzado de financiamiento a través de deuda, que la expuso de forma considerable a un gran nivel de riesgo que no estaba en condiciones de soportar y asumir, debido a sus niveles de liquidez tan volátiles y rendimiento marcadamente inferior al del mercado, sin olvidar su tendencia decreciente en su capacidad de pagos año con año.

II. Deuda. De Cm (Antes y después del 2008)

La Deuda de Cm se caracteriza por ser muy cambiante muy volátil del 2007 al 2010, ya que dicha deuda se comporta de una forma hasta 2007 y de otra en 2008 en adelante. La siguiente sección tiene como finalidad la de explicar las razones del comportamiento tan volátil de la Deuda de Cm, mostrando las características de esta en cada periodo citado.

Cm, como cualquier empresa, busca recursos tanto propio como de terceros para financiar sus actividades propias de su giro. Los primeros suele darse a través de sus accionistas (venta de acciones de empresa que pone a disposición del público inversionista) y el último mediante contratación de financiamiento mediante un compromiso contractual con alguna institución financiera o bancaria. Característica propia de la primera opción de financiamiento antes descrita no genera intereses, mientras que la segunda sí. De ahí que se recomienda el que las empresas busquen como forma de financiamiento la primera opción.

Para los objetivos propios del presente trabajo conviene dividir en dos momentos las características de deuda de cm; primero en 2007 y después en 2008. Esto obedece a que, cómo se expuso en la Tabla III.3 y más claramente en el Gráfico III.6, los niveles de deuda y apalancamiento crecen de forma exponencial en dichos años.

Deuda Cm 2007.

Si bien las razones financieras antes mencionadas se distinguen por ser mayores a las observadas para la empresa líder del mercado en el período mencionado, los niveles de endeudamientos vistos a partir de la razón financiera de endeudamiento crecen exponencialmente. Así entonces, si se revisa la composición de deuda en 2007 de Cm, esta se presenta de la siguiente manera.

Cuadro III.4 Deuda CM al 31 de Diciembre 2007 (Miles de pesos mexicanos)

Instrumento	Monto	Vencimiento	Tasa de interés	Pagaderos
Bono	\$ 3,000,000	2027	fija de 8.7%	Semestralmente
Bono	\$ 2,183,900	2015	fija de 6.625%	Semestralmente
Obligaciones Quirografarias	\$ 98,251	2010	fija de 8%	Semestralmente

Total 5,282,151 Mdp

Fuente: Informe anual 2007, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2007, Nota 6 –deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

Del cuadro III.4 debe destacarse dos cosas; la primera que se encuentran en plazos diferentes, los primeros dos a largo plazo representado por los bonos con fecha de vencimiento en 2027 y 2015 (3mil millones de pesos y 5mil millones de pesos, respectivamente), mientras que las obligaciones quirografarias corresponden al mediano plazo, con fecha de vencimiento en 2010 (por 98 millones 251mil pesos). Y la segunda, que si bien el primer bono (2027) está denominado en pesos mexicanos, el bono con vencimiento en 2015 está denominado en dólares americanos y las obligaciones quirografarias en Unidades de inversión (UDI's). Así entonces, los riesgos financieros inherentes a estos dos últimos instrumentos merecen vital importancia ya que además de encontrarse expuesta al tipo de riesgo denominado como de crédito, también se encuentra expuesta al riesgo de tipo de cambio.

Pero, si bien el monto de 2, 282,151 Mil millones de pesos es considerable y corresponde a montos en dólares y UDI's, la deuda en 2008 resulta más grande. A propósito de la deuda denominada en dólares debe tenerse a consideración, pues según lo dicho en cuanto a la exposición de riesgo de tipo de cambio, se retomara líneas a bajo.

Deuda 2008

Durante el tercer trimestre del 2008 toda la deuda concertada en años anteriores y que se mantenía vigente hasta dicho año (incluyendo también la contraída en 2007) que se caracterizaba por ser de mediano y largo plazo, se volvió exigible al corto plazo (como puede verse en la Tabla III.5). Dicha deuda, como puede verse en el cuadro, está compuesta por préstamos quirografarios, cartas de préstamo garantía, bonos, y emisiones de Certificados Bursátiles (Cebures), contraídos tanto con acreedores nacionales como extranjeros, donde figuran, Instituciones bancarias como IXE Banco, Bancomer, HSBC, Banorte, Scotiabank Inverlat, Santander y JP Morgan. Además de manejarse con financiamiento bursátil como los Cebures y bonos. Dicha deuda asciende al 31 de Diciembre del 2008 a un total de \$11mil 273 Millones 406 mil pesos. Esto significa que la deuda de CM en 2008 con relación a la del 2007 creció en un 345% más.

La razón por la cual Cm presentó este incremento exponencial en sus obligaciones contractuales y consecuentemente en su liquidez, se debe, principalmente a la cancelación anticipada de "ciertas operaciones" con IFD, específicamente con Instrumentos denominados como Target Account Redemption Notes⁶¹ (TARNs). Dicha cancelación obedece a que Cm se vio imposibilitada para hacer frente a las llamadas de margen y el depósito de garantías colaterales (Cm tuvo que depositar USD \$ 316 millones bajo este concepto) fuertemente impulsada por la devaluación del peso mexicano con respecto al dólar americano a inicios del cuarto trimestre del 2008. Así pues,

⁶¹ Nota 8. Notas sobre los Estados Financieros Consolidados 31 de Diciembre 2008 y 2007. Informe Anual 2008, CCM. www.comerci.com.mx

Cm fue objeto de una serie de demandas (los TARNs representan el 89.7 ⁶²% de las reclamaciones de pago en el extranjero) que exigían el pago de todos estos créditos tanto por los instrumentos emitidos entre el público inversionista como obligaciones de crédito contractuales tanto nacionales y extranjeras

Las operaciones con IFD no resultan sorprendidas dentro de la contabilidad de supermercados y mucho menos representan una sorpresa que Cm haya efectuado este tipo de operaciones. De hecho las realizaba, inicialmente, con el objetivo de cubrir su exposición al riesgo de tipo de cambio relacionado con el pronóstico de pagos por compra de mercancía de importación, estructura metálica y equipamiento de nuevas tiendas en futuros años, así como para cubrir el riesgo de tipo de cambio y tasa de interés para el pago de intereses y el principal asociados con la deuda vigente en dólares que se efectuarían en años próximos⁶³.

Es decir, las operaciones con IFD se llevaron a cabo con la misión de mitigar el riesgo de tasa de interés y tipo de cambio inherente a las actividades propias que realiza cotidianamente dentro de su giro, así como de las obligaciones contraídas de forma contractual derivadas de estas. Así entonces, al 31 de Diciembre de 2007 la posición en IFD era de \$367.267 Mdp⁶⁴compuesta tanto por cobertura de flujo de efectivo y por IFD de negociación por \$125.531 Mdp y \$253.671 Mdp, respectivamente. Es decir, Cm buscaba cubrirse de variaciones adversas en sus flujos futuros de efectivo a consecuencia de riesgos asociados en el tipo de cambio en el precio de mercancías de importación por \$125.531Mdp.

⁶² Nota 9 Notas sobre los Estados Financieros Consolidados 31 de Diciembre 2008 y 2007. Informe Anual 2008, CCM. www.comerci.com.mx

⁶³ Informe anual 2007, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2007, Nota 7 – Instrumentos financieros derivados. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

⁶⁴ *Ibíd.*

Cuadro III.5 Deuda de largo plazo exigible al corto plazo, CM al 31 de Diciembre 2008 (miles de pesos)

Instrumento	Monto	Vencimiento	Tasa de interés (%)	Forma de pago	Observaciones
Bono	3,000,000	2027	Fija 8.7	Semestralmente	30/Marzo/2009 no se pagaron intereses por 131.2 Mdp. Acumulado 2008; 66.7 Mdp
Bono	2,754,760	2015	Fija 6.625	Semestralmente	Acumulado 2008; Intereses ordinarios pendientes US \$7.8 Millones, Intereses acumulados US \$ 73 mil.
Obligaciones quirografarias	104,530	2010	Fija 8	Semestralmente	8/Diciembre/2008 se pagó amortizaciones a capital por 8.3 MUDI'S sobre intereses. Intereses Ordinarios al 2008 ascienden a \$ 4.7 Mdp, intereses moratorios 2008 \$1.1 Mdp
5 Certificados Bursátiles	1,500,000	4 cebures: 2008, 1 cebures 2009	Fija, van de 8.32 a 8.8	A la fecha de vencimiento,	Los intereses se pagan por anticipado. 9/Octubre/2008 no se pagó la principal emisión de 19 millones por 400 millones, tampoco se pagó el vencimiento de las 4 emisiones siguientes. Intereses moratorios al 31/Diciembre/2008 por 41.8 Mdp
Préstamo quirografario Banorte	1,000,000	Mar-09	Fija 11.10	Mensual	Intereses ordinarios y moratorios acumulados al 31/Diciembre/2008 por 29.9 Mdp y 6,25mil pesos.
5 Préstamos quirografarios Bancomer	900,000	Un préstamo vencía en Octubre 2008, dos préstamos en Marzo 2009, los otros dos en Abril 2009	Fija van de 9.09 a 10,8	Al vencimiento	Al 2008 no se realizaron pago de 4 prestamos. No se realizaron el pago de capital por 165 Mdp. 31 de Dic 2008 los intereses ordinarios y acumulados ascendían 20.0 Mdp y 6.9 Mdp

Carta de Crédito garantía Bancomer	716,238	Jun-09	Fija LIBOR a 30 x 4	A la fecha de vencimiento,	Se presentó a cobro dicha carta el 27 de Octubre 2008 y no ha sido liquidada. Intereses moratorios acumulados al 31 de Diciembre 2008 por US \$ 560 mil.
Préstamo JP Morgan	413,214	Mar-09	Fija 1.75	Al vencimiento	30 Marzo 2009 No se pagó capital por US\$ 30Millones. Intereses ordinarios acumulados US\$ 545 mil
Préstamo quirografario HSBC	295,000	Nov-08	Fija 11.62	Al vencimiento	18 Noviembre 2008 No se pagó capital por 295 Millones e intereses ordinarios y acumulados por 5.7 y 8.3 millones de pesos.
Préstamo quirografario Scotiabank Inverlat	250,000	Mar-09	Fija 10.09	Al vencimiento	23 Marzo 2009, No se pagó capital, no se pagó intereses acumulados en 2008 por 6.7 Mdp
Carta de Crédito garantía Santander	239,664	Jun-09			15 Octubre 2008 se presentó a cobro y no fue liquidada. Intereses moratorios acumulados al 31 de Diciembre del 2008 ascienden a US \$ 546 mil
Préstamo quirografario IXE Banco	100,000	Oct-08	Fija 11.65	Al vencimiento	27 Octubre 2008 no se pagó el capital, no se pagaron intereses Ordinarios y moratorios por \$ 907 mdp y \$4.2 M, respectivamente.

Fuente: Informe anual 2007, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2007, Nota 7 –deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

Para el 31 de Diciembre del 2008 Cm no registraba, en sus estados contables, ningún IFD esto como consecuencia de la cancelación antes mencionada. Sin embargo, las operaciones con IFD vigentes al 30 de Septiembre del 2008 y efectuadas antes del 30 de Junio por Cm sumaban un total de 21 con un valor en riesgo a precios de mercado de US \$232.6 Mdd, de las cuales 5 con un valor de US \$43.2 Mdd no fueron reportadas al Comité de Auditoría o al Consejo de Administración, mientras que los US \$ 189.5 Mdd restantes corresponden al valor de las operaciones que si fueron reportadas⁶⁵. Estas 5 operaciones están relacionadas con derivados llamados TARNs.

Deuda estructurada Cm.

La situación de Cm cambió drásticamente debido a las operaciones con derivados conocidos como TARNs⁶⁶, los problemas de liquidez que enfrentó trajo como consecuencia lidiar con la deuda a LP de forma inmediata, aunada a las demandas tanto jurídico-legales como financieras. Para poder resolver su situación con los acreedores y demás contrapartes Cm planteó la reestructuración de su deuda vencida en sus distintas modalidades (bonos, Cebures, préstamos, obligaciones, etc.), para lograrlo primero fue necesario realizar las cancelaciones concernientes a pago de garantías, deuda bancaria y bursátil, reserva prudencial, etc. A continuación se detallan los movimientos:

Tabla III.5 Movimientos para registrar la deuda reestructurada , Cm 2010 (miles de pesos)

<i>Concepto</i>	<i>Monto</i>
Cancelación de garantías colaterales	4,347,441
Cancelación de deuda bancaria y bursátil	9,512,530
Cancelación de reserva prudencial	13,083,244
Cancelación de intereses por pagar	1,630,688
Registro de nueva deuda	19,145,668
Comisiones por reestructura	1,089,734

⁶⁵ Informe anual 2008. Informe del Comité de Auditoría. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

⁶⁶ ver capítulo II, en la sección II.3 Los Instrumentos derivados en México y el riesgo,

Las cancelaciones suman un total de \$28.573 mMdp para lo cual se registró una deuda de \$19. 145 mmdp, esta nueva deuda se compone por; deuda garantizada, deuda ligada a activos y bonos emitidos. En la Tabla siguiente se presenta su estructura general

Tabla III.6 Estructura de la nueva deuda Cm, 2010 (miles de pesos).

Concepto	Monto
	2010
Deuda principal garantizada	\$8,630,963
Bonos emitidos	\$4,716,505
Deuda ligada a Activos	\$5,223,995
Deuda CCM	\$18,571,463
Deuda de TCM	\$1,457,244
Total deuda consolidada	\$20,028,707
Menos	
Porción a corto plazo	\$162,898
	\$19,865,809

Fuente: Informe anual 2010, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2010, Nota 9 – Deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

En la Tabla III.7 se muestran las características a detalle de los instrumentos en los que se constituye la nueva deuda, incluyendo intereses, tasas, etc. Revisándola a detalle se puede observar que, Cm garantiza su deuda correspondiente a instrumentos y la ligada a activos a través de sus sucursales y subsidiarias. Para el instrumento de deuda este es garantizado por medio de hipotecas, mientras que para la deuda ligada a activos es a través de acciones de Cotsco de México, pertenencia de Cm y de un fideicomiso⁶⁷ de administración, fuente y garantía de pago. Esta última es así porque como su

⁶⁷ Contrato, convenio mediante el cual se transmite bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros propiedad de una contraparte a otra persona jurídica llamada fiduciaria, para que esta administre o invierta los bienes en beneficio propio o de un tercero al cumplimiento de un plazo o condición. Al momento de la creación del fideicomiso ninguno de las personas es propietario del bien objeto de dicho contrato. El destino de los bienes es encomendado a una Institución financiera.

nombre lo indica, está ligada a activos de Cm que están representados, para este caso por dichas acciones. Es decir, la nueva deuda de Cm contraída para pagar a sus acreedores y demás compromisos de pago vencidos está plenamente garantizada.

Sin embargo, también en el cuadro anterior es posible ver los intereses que devenga esta deuda al 31 de Diciembre del 2010, los cuales ascienden a \$297.76Mdp. En otras palabras, si bien la nueva deuda contraída por Cm está plenamente garantizada y por tanto su pago es seguro, el costo de la misma también es importante. Al respecto debe de recordarse lo expuesto a las razones financieras cuando se mostraba la situación financiera de Cm antes y después de las operaciones con TARN's, se mencionó que el nivel de apalancamiento y endeudamiento contraído por Cm no era del todo deseable ya que el financiamiento a través de la deuda generaba intereses y debía de ser utilizado de forma cuidadosa.

El monto devengado de intereses resulta alto y es consecuencia de decisiones de financiamiento no deseables que Cm observaba desde 2004 y si bien el monto es considerable sólo comenzaba a realizarse los pagos correspondientes a intereses de la nueva deuda.

Tabla III.7 Características de la nueva deuda consolidada de Cm (miles de pesos).

<i>Instrumento</i>	<i>Monto</i>	<i>Tasa</i>	<i>Características</i>	<i>Observaciones</i>	<i>Amortizaciones a principal</i>	<i>INTERESES</i>	<i>HIPOTECAS/GARANTIAS</i>
Instrumento de deuda 1ero	5,254,766	TIIE28 y TIIE91 + 2.75 pts. + 4 pts.	Devenga intereses sobre monto principal insoluto	El pago de intereses y principal paga una tasa TIIE 28 , desde su inicio hasta el 30 de Junio de 2011 y una tasa igual a TIIE a 91 días n cada uno de los años siguientes., a estas tasas se les incrementarán 2.75 pts. Porcentuales desde su inicio hasta el 30 de Junio 2012. y 4 puntos porcentuales del 1 de Julio 2012 hasta su vencimiento. Los intereses son pagaderos de forma mensual, para el primer caso y de forma trimestral para el segundo.	\$31,528	\$24,395	
2do	3,407,725	TIIE28 y TIIE91 + 2.75 pts. + 4 pts.	Devenga intereses sobre monto principal insoluto	Tiene características similares al anterior instrumento de deuda, debe agregarse que para el cumplimiento de estas obligaciones se constituyeron hipotecas sobre todos los bienes inmuebles y subsidiarias		\$15,900	Se constituyeron hipotecas sobre los bienes inmuebles y subsidiarios, excepto cotsco México y subsidiarios en las cuales posea 50% o menos de su capital social y con un valor en libros menos a 50 mil. Al 2010 se encontraban hipotecadas 78 bienes inmuebles con valor en libros de \$10,218,406.
Emisión de bonos Bono 1	1,951,430	Fija anual de 9.25 pts. porcentuales	La tasa de interés señalada se paga sobre el saldo principal insoluto y son pagaderos semestralmente	Fecha de vencimiento el 30 de Junio del 2018.		\$10,529	

Bono 2	2765075 / US \$223,900	Fija anual de 7 pts. porcentuales	Se paga de forma semestral	Tiene como fecha de vencimiento el 30 de Junio del 2018.		\$11,320 (US \$914)	
Deuda ligada a Activos 1ª	\$4,150,741	Fija anual de 9.25%	los intereses devengados son capitalizados en forma anual	Incluyen como garantía una porción de algunos derechos corporativos.		\$196,238	Este instrumento está garantizado con acciones de Cm sobre Cotsco de México, a través de la afectación de las acciones en un fideicomiso de administración y garantía
2ª	\$1,615,930	Tasa trimestral implícita de inflación correspondiente al cambio en el valor de UDI +75 pts. Base	Los intereses serán capitalizados y adicionados al monto principal insoluto al 30 de Junio de cada año.	Tiene como fecha de vencimiento el 30 de Junio de 2012, cuyo plazo se prolongará automáticamente por dos años adicionales en el caso de que no se llegaran a pagar en su totalidad. El monto principal insoluto al 30 de Junio de 2012, generará intereses a una tasa anual fija de 9.25%	\$542,676	\$63,777	Este instrumento está garantizado a través de un fideicomiso de administración, garantía y fuente de pago, constituido por Cm y ciertas subsidiarias integrado por 17 inmuebles en proceso de venta, con un valor en libros al 31 de Diciembre de 2010 de \$1, 419,162.

Fuente: Informe anual 2010, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2010, Nota 9 –Deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

Los pagos a realizarse para cubrir en su totalidad dicha deuda siguen la siguiente calendarización anual, a partir de 2012, supone 5 montos, siendo que a partir del 2016 representa el desembolso más importante debido, a que representa el monto mayor, los pagos correspondientes para saldar la nueva deuda son los siguientes:

Tabla III. 8 Amortizaciones de nueva deuda Cm 2012 – 2016 (miles de pesos).

Año	Monto
2012	\$1,585,992
2013	\$644,107
2014	\$1,025,477
2015	\$825,477
2016 en adelante	\$15,784,756
	\$19,865,809

Fuente: Informe anual 2010, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2010, Nota 9 – Deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

Cebures⁶⁸

Mención especial merece los Certificados bursátiles “vencidos” de Cm, los cuales fueron canjeados por otros “nuevos”. En Marzo del 2010 Cm realizó emisión de Cebures producto de la oferta pública de adquisición voluntaria e intercambio, que presentó a los tenedores de dichos instrumentos que habían sido previamente emitidos por ella y que habían caído en incumplimiento. Así entonces, estos tuvieron la oportunidad de intercambiarlos por nuevos Cebures con plazo a 7 años, con intereses pagaderos mensualmente ligados a la tasa TIIE vigente para el período de que se trate. El monto de oferta fue hasta por

⁶⁸ Certificados bursátiles, consiste en la emisión de títulos de deuda a través de la BMV para su colocación entre inversores nacionales y extranjeros. Permite el diseño de esquemas de financiamiento para la bursatilización de activos no productivos de la empresa (V.gr. cuentas por cobrar). Tiene como características la flexibilidad operativa de estructuras a partir de un programa de colocación que puede ejercerse en una o varias emisiones, por lo que tiene la posibilidad de definir el monto y momento más adecuado para colocar y definir las características de cada emisión, que no necesariamente tiene que ser la misma, pudiendo establecer los montos y condiciones generales de pago y tasa, así como el plazo de vigencia de cada emisión. BMV. Certificado bursátil; una forma eficaz de financiamiento bursátil para satisfacer los requerimientos de recursos para el desarrollo y fortalecimiento de la empresa mexicana. www.bmv.com.mx

\$1.500, Mdp. Una vez concluida la oferta pública, el monto de Cebures intercambiados ascendió a \$1.457mMdp Al 31 de Diciembre de 2010 el importe de los intereses devengados ascendió a \$44,675Mdp.

El saldo del principal se amortizará anualmente mediante cinco pagos a efectuarse de la siguiente manera:

Tabla III.9 Amortizaciones de Cebures, Cm 2012-217 (miles de pesos).

Fecha	Monto
15 de Diciembre del 2012	\$250,000
15 de Diciembre del 2013	\$250,000
15 de Diciembre del 2014	\$500,000
15 de Diciembre del 2015	\$300,000
15 de Diciembre del 2016	\$157,244
Total	\$1,457,244

Fuente: Informe anual 2010, Estados financieros consolidados al 31 de diciembre del 2010, Nota 9 – Deuda. Controladora comercial mexicana www.comerci.com.mx

Para lograr lo anterior se celebró un contrato de fideicomiso irrevocable de garantía con la finalidad de garantizar este crédito mediante la afectación en fideicomiso e diversos bienes inmuebles. En dicho fideicomiso Hipertiendas Metropolitanas, S de R.L de C.V., Inmobiliaria Pilares, S.A. de C.V. e Inmobiliaria Patria, S.A. de C.V.⁶⁹ fungen como fideicomitentes⁷⁰ y Nacional Financiera, S.N.C. (Nafin) como fiduciario⁷¹.

En síntesis, la nueva deuda suscrita por Cm para afrontar sus obligaciones contraídas debido a las circunstancias adversas a las que enfrentó y que se relacionan con las operaciones con IFD que celebró en 2008, representan un cargo considerable que devengan intereses importantes. Esta deuda, también es consecuencia de una serie de decisiones tomadas con una evidente falta de

⁶⁹ Todas ellas compañías inmobiliarias subsidiarias de Cm

⁷⁰ Es la persona física o moral que entrega ciertos bienes para un fin implícito a otra persona llamado fiduciario, para que realice el fin al que se destinaron dichos bienes. Sólo puede fungir como tal las personas físicas o morales que tengan la capacidad jurídica necesaria para hacer la afectación de bienes y las autoridades jurídicas o administrativas competentes.

⁷¹ Es la Institución financiero o autoridad jurídica encargada del fideicomiso

conocimiento acerca del entorno económico-financiero financiamiento, que si bien la estrategia del 2004 al 2006 mostraban rendimientos atractivos, 2007 en adelante mostrarían dificultades y problemas serios para la Institución manifestadas en la evidente y cuantiosa deuda contraída y relacionada con la operaciones de IFD.

III. Contexto Nacional y Extranjero (Modelo de la Crisis financiera de Minsky-Kindleberger; Administración de Riesgos: Identificación de los Riesgos financieros)

El entorno económico que prevaleció a finales de la década del año 2000, tuvo como peculiaridad el ser testigo de una de las grandes crisis de corte financiero que llevó al colapso la economía más poderosa del mundo; la economía de los Estados Unidos. México guarda estrechos lazos económicos que lo mantienen unido a este país y, por tanto, no se vio ajena a este fenómeno económico-financiero. El boom inmobiliario, que se extendió por toda la economía estadounidense, alcanzó niveles de tipo mundial impactando a Europa, Asia y, por supuesto, América Latina.

Si bien, característica propia de este boom fue el uso de derivados como detonantes de la burbuja especulativa inmobiliaria, las operaciones financieras que llevó a cabo Cm (tienda de autoservicio) se desarrollaron precisamente en este contexto, mismas circunstancias que debió haber tomado en cuenta para planear y desarrollar estrategias con miras de aprovechar el entorno y redundar en un beneficio financiero y económico de manera eficiente, toda vez que resulta determinante debido a los riesgos sistemáticos y no sistemáticos que se derivan de este y que termino por asumir.

La presente sección tiene como propósito exponer el entorno económico-financiero, comenzando con el internacional y siguiendo con el Nacional. Respecto al primero, se expone el boom inmobiliario y su impacto en la economía estadounidense en base al modelo de las crisis financieras de Minsky-Kindleberger expuesto por Jorge Vázquez Sánchez⁷² y que se utilizó

⁷² VÁZQUEZ Sánchez, Jorge. El comportamiento del Precio de las acciones y recesión económica. EEUU Y MÉXICO. Problemas del desarrollo, revista latinoamericana de economía. Vol. 41, núm. 160, enero-

para la exposición de las fases del comportamiento cíclico de la crisis estadounidense, junto con el análisis técnico bursátil

La sección termina con la exposición del impacto de esta crisis norteamericana en la economía mexicana, vista a través del PIB, Tasa de desempleo, y tipo de cambio visto a través del proceso de administración de riesgos financieros con la identificación de los factores de riesgo (tasas de interés y tipo de cambio) del riesgo de mercado, de crédito y de Negocio.

La crisis inmobiliaria estadounidense

La economía estadounidense se caracteriza por un comportamiento cíclico, donde aparecen períodos de desarrollo-recesión económicos, para después proseguir con auge económico. Estos momentos de recesión son causados por los llamados “boom” en sectores específicos de la economía con altos niveles de sobreinversión, los cuales son eliminados mediante caída de precios accionarios, según el caso. Las causas de este ciclo; auge -recesión- auge, son atribuidos a la conjugación de factores que promueven oportunidades de inversión en distintos sectores económicos y que se caracterizan por liquidez y crédito estables y abundantes, lo cual inciden en el consumo interno permitiendo un auge económico.

A partir del 2001 la economía norteamericana observó una recesión económica en el sector de la tecnología-internet con altos niveles de sobreinversión, misma que fue eliminada con la caída de precios accionarios de empresas cotizadas en el Nasdaq. Sin embargo, para 2005, dicha economía observó un impulso económico motivado por el sector inmobiliario que impulsó el sistema financiero en un acelerado crecimiento económico, basado en el consumo interno e inversión residencial. Esta fase de recuperación culminó en una recesión distinta a las acontecidas con anterioridad, pues presentó gran alcance global que sumió al mundo en un desorden financiero y una recesión económica sin precedentes.

Existen dos factores concretos que influyeron el proceso antes señalado de esta recesión; Crédito hipotecario barato y Creciente demanda de bienes raíces, que permitieron especular con casas y propiedades inmobiliarias a través de la bursatilización de hipotecas⁷³ y de derivados utilizados como instrumentos para este fin⁷⁴. La bursatilización de hipotecas constituye instrumentos respaldados por un conjunto de créditos hipotecarios, así entonces, el flujo de pagos de estos instrumentos depende de los flujos del conjunto de hipotecas que respaldan la emisión. Existen tres tipos de estos bonos (VAZQUEZ, Sánchez), a saber;

1. Mortgage Pass-Trough.- se componen de un conjunto de hipotecas originadas por instituciones autorizadas, las cuales son vendidas al mercado a través de un fideicomiso que emite los bonos, por lo que el bono refleja la vida del crédito hipotecario.
2. Collateralized Mortgage Obligations (CMO).- son similares a la figura anterior pero con diferente estructura identificadas a través de clases (A, B, C, etc.) cada de las cuales tiene diferente duración con la finalidad de disminuir el riesgo de prepago.
3. Stripped Mortgage-Backed Securities. – Este tipo de bonos pagan principal, interés y prepago con una disminución prorrateada no equitativa a cada título de la deuda en circulación.

El proceso de expansión comprendió; un boom caracterizado por la bonanza de empresas de dicho sector, excelentes rendimientos del sector percibidos por instituciones bancarias y financieras, y por último la pujante actividad de empresas de servicios y comercio al detalle. En dicho momento la liquidez y el crédito abundaban, por lo tanto no existían barreras o impedimentos para efectuar negocios.

⁷³ Las bursatilizaciones hipotecarias también son conocidas como Bonos respaldados por hipotecas (Borhis), titularizaciones hipotecarias y Mortgage-Backed Securities (MBS). VAZQUEZ Sánchez.

⁷⁴ Como en el caso de los Credit Default Swaps (CDS) y los Collateralized Debt Obligation (CDO)/ Ibíd.

El ciclo de contracción comienza cuando la liquidez y el crédito comienzan a escasear o se presentan dificultades para tener acceso a estos. Esto es así porque la especulación permite un proceso de sobreinversión real que incide sobre la inversión y el consumo y que, a través de la innovación financiera, hace crecer la liquidez y el crédito, lo cual logra financiar los activos reales, que si bien permite un proceso galopante de incremento en los precios de los activos, también tiene el carácter especulativo lo cual otorga un carácter ficticio a la creación de riqueza en los mercados financieros⁷⁵. En otras palabras, existe un incremento de precios de los activos tal que se tornan dificultades para mantener crecientes los rendimientos de estos y su sostenibilidad en el futuro se torna dudosa. Así cuando los inversionista deciden tomar ganancias de manera generalizada, se genera el pánico que desaparece el exceso de riqueza financiera y sobreinversión real.

En la crisis inmobiliaria americana este proceso se puede percibir cuando; el precio de las propiedades inmobiliarias llegan a ser muy altas, que se generó un exceso de crédito que se propago hasta los sectores con mayor fragilidad socioeconómica, se da el encarecimiento del crédito hipotecario dado el ciclo alcista de las tasas de interés de la Reserva Federal y el mercado de bonos se vuelve altamente especulativo.

Modelo Minsky-Kindleberger

En base al modelo de Minsky-Kindleberger podemos identificar el proceso de evolución cíclica de esta crisis financiera, a través de cinco fases; Desplazamiento, sobredemanda o euforia, malestar, crack bursátil y recesión económica. A continuación se definen los conceptos de cada fase y sus características.

Fase 1.- Desplazamiento.

Se caracteriza por que surgen nuevas oportunidades de inversión en algún sector de la economía real que son capaces de dinamizar todo el sistema económico en su conjunto. Lo cual se expresa también en un impulso en el

⁷⁵ *Ibíd.*

mercado accionario y de bonos. Esto es observable durante 2004 y hasta 2005 cuando el índice Dow Jones refleja un comportamiento de lateralidad⁷⁶ alrededor de los 10mil puntos. Durante este periodo se observa crédito barato hipotecario y la ya mencionada creciente demanda de bienes raíces que empujan la bonanza del sector inmobiliario y sus acciones con lo cual permiten rendimientos crecientes a las instituciones bancarias y financieras.

Fase 2.- Sobredemanda:

Se desarrolla del 27 de Octubre del 2005 al 9 de Octubre del 2007. Durante este periodo se desarrolla una tendencia al alza en el índice de precios o de un activo conocida como bull market⁷⁷, es en este momento donde los inversionistas convencidos que la bonanza continuará, logaran invitar y atraer a otros inversionistas en esta dinámica, con lo cual se da la expansión de la liquidez y crédito y se ve impulsado el precio de las acciones ligados al sector inmobiliario.

Fase 3.- El malestar:

Los inversionistas perciben que el ciclo de alza encuentra dificultades para continuar, lo que motiva a los inversionistas tomen ganancias de manera discrecional y selectiva, esta fase se conoce como "*distribuciones de acciones*" pues los inversionistas se empiezan a deshacer de aquellas acciones cuyos rendimientos son menos estables o atractivos. Esto puede verse a través del DJI y su análisis, así entonces, a partir de este es que es posible saber que el 9 de Octubre de 2007 el Dow Jones alcanza su máximo histórico de 14,164 puntos, configurándose como punto de resistencia y un piso fuerte de 11,760 puntos (10 de Marzo 2008), creando un período de lateralidad, con cimas y

⁷⁶ Se entiende como lateralidad al comportamiento que describe el precio de un activo o un índice de precios, cuando sube o baja oscilando entre dos valores, los cuales no supera, pero tampoco se mueve por debajo de estos (VAZQUEZ, Sánchez Jorge).

⁷⁷ La tendencia bull es una tendencia primaria de alza de largo plazo, esta tendencia cuenta con movimientos secundarios de corrección a la baja que sirven como procesos de consolidación de la tendencia primaria, en estos movimientos secundarios se toman ganancias y la tendencia principal descansa (VAZQUEZ, Sánchez).

descensos correspondientes a la incipiente presencia de restricción de liquidez y crédito. Es partir del piso de 11,760 que el índice entra en zona de bear market⁷⁸ (acumulando una caída, con respecto a su máximo histórico, de 17%), significando serías dificultades de liquidez para Instituciones bancarias. Un ejemplo de esta fase es la falta de liquidez en la que se vio inmersa Merrill Lynch, cuando a pesar de sus esfuerzos por capitalizarse se vio afectada por la carencia de esta. No fue hasta el 14 de Marzo que fue rescatada por la Fed y un banco de inversión privado, evitando con esto la quiebra del sistema bancario de inversión.

Las acciones que implementó la Reserva Federal de EUA, (Fed, máxima autoridad financiera de Estados Unidos) consistieron en la reducción de la tasa de referencia en 75 puntos base (está reducción de tasas jugó a favor de México fortaleciendo al peso, como se verá más adelante) y la inyección de \$200mil millones de dólares, esta inyección consistió en el intercambio de valores del gobierno y deuda hipotecaria otorgando liquidez a la cartera mala y mejorando el balance de los bancos.

Sin embargo, la intervención de la Fed no fue suficiente para detener la depreciación acelerada de los activos ligados a las hipotecas y sus consecuencias sobre las expectativas económicas y la salud de las empresas.

Fase.- 4 Crack bursátil:

Esta fase se desarrollo del 9 de Mayo al 20 de Noviembre del 2008, la fase de expansión ha quedado atrás y las restricciones de liquidez y crédito se hacen más que evidentes (Merril Lynch fue de las primeras instituciones en hacerlo evidente y la intervención de la Fed fue oportuna). En esta fase las expectativas económicas reflejan un gran deterioro, lo cual orilla a los inversionistas a asumir situaciones de pánico que se reflejen en ventas masivas del activo con miras a salvar parte de su riqueza. Así entonces, la tendencia alcista entra en mercado bear, es decir, después de su máximo

⁷⁸ El Bear market consiste en un mercado bajista en el cual se va consolidando el pánico que lleva a episodios de ventas masivas del activo. Se considera que un mercado entra en fase bear cuando el descenso en el precio del activo en cuestión acumula un 20% desde su máximo histórico.

histórico, el Dow Jones ha acumulado una pérdida del 47% al pasar de los 13,028 pts. -Alcanzados en marzo del 2008 (luego de la intervención de la Fed para inyectar liquidez y rescatar a Merrill Lynch)- a los 7,522 pts. Reflejando la venta masiva de valores. Es importante diferenciar esta etapa (Crack bursátil) de la anterior (El malestar) ya que en esta última los inversionistas buscaban deshacerse discrecionalmente de instrumentos, mientras que en la presente se da de forma masiva. Kindleberger señala que el sistema económico entra en crack bursátil cuando sucede la caída de una entidad bancaria o financiera, lo que provoca una crisis económica motivada por la crisis financiera, esto es así porque la bonanza económica incide sobre el consumo a través del efecto riqueza. De esta manera el crack Bursátil fue precipitado por la quiebra de Lehman Brothers Holding Inc. (el cuarto Banco de inversión de Estados Unidos) en Septiembre del 2008 cuando esta Institución solicitó al tribunal de quiebras protección contra sus acreedores, lo cual originó importantes pérdidas en acciones, bonos, materias primas, fondos de inversión relacionados directamente con dicha institución, después de esta quiebra siguieron enormes depreciaciones de activos, rescates bancarios, fusiones, etc. dentro de este proceso importantes bancos de inversión, financieras hipotecarias y aseguradoras de bonos sufrieron fuertes golpes, entre ellos; New Century Financial Corp, Countrywide Financial, Fannie Mae, Freddie Mac, Capital One Financial, Lehman Bros, Morgan Stanley, entre otros.

Así entonces, la crisis financiera americana se convirtió en una gran depresión bursátil a nivel mundial reflejado en las caídas de índices financieros internacionales, así por ejemplo en Noviembre del 2008 Gran Bretaña había perdido 29.8%; Alemania 35.6%; Francia 35.5% en Europa, mientras que en Asia, China 66.6%; Hong Kong 46.6%; Corea 37.7% y Japón 37.8%. En América Latina: Argentina 47.2%; Brasil 40.85%; y México 30.78%

Especialistas como Jorge Vázquez afirma que; la caída de los mercados accionarios estadounidenses y europeos se da a medida que las instituciones financieras con fuertes posiciones en valores ligados a las hipotecas se ven obligadas a reconocer las menores valuaciones de los títulos.

Fase 5.- Recesión económica.

La última fase se presenta cuando; el impacto de largo periodo de restricciones de liquidez y crédito, y su impacto en la actividad de negocios y de las perspectivas de la actividad económica en conjunto con: la destrucción de la riqueza de bonanza económica se combinan para generar una profunda recesión económica afectando al consumo familiar, el PIB americano. Así el 1 de Diciembre de 2008 la recesión estadounidense fue reconocida oficialmente por el National Bureau of Economic Research (NBER).

Por lo tanto el modelo de las crisis financieras de Minsky-Kindleberg y el análisis técnico bursátil (herramienta que utiliza indicadores para el estudio del comportamiento del precio de cualquier activo financiero) permiten estudiar e identificar cada una de las fases del comportamiento cíclico financiero y económico suscitado ya desde 2005 y haciéndose más intenso durante todo 2008 y 2009, tiempo que comprende el presente trabajo y que permite conocer lo que pasaba en Estados Unidos y sus consecuencias internacionales de la crisis financiera de dicho País. Este conocimiento es esencial, toda vez que permite conocer el contexto en que se desarrollaron las operaciones financieras que nos conciernen, así como las decisiones tomadas que finalmente desembocaron en una crisis también del sector.

El Proceso de la Administración de Riesgos; Identificación del Riesgo.

A través del modelo de crisis financieras de Minsky-Kindleberger fue posible, no sólo, conocer el contexto internacional, (íntimamente relacionado con la crisis de Cm) sino que también fue posible conocer las causas, fases, de cada acontecimiento y sus implicaciones. Por lo tanto, a través del proceso de administración de riesgos es posible conocer el contexto/entorno nacional y, además, los factores de riesgo a los que se encontraba sujeto Cm. Todo esto con la finalidad de conocer lo relacionado a la situación económica y financiera de nuestro país y su respuesta a lo que acontecía en el extranjero (concretamente Estados Unidos) y como todo ello afectaba a Cm.

Para conseguir lo anterior, a continuación se muestran las características del riesgo financiero; 1) Riesgo de Mercado, 2) Crédito, 3) Liquidez, 4) Operativo y 5) Legal, con sus respectivos factores de riesgo y la manera en que se relacionan con la crisis experimentada por Cm. Debe considerarse que, para

lograr esto último, es necesario recurrir de nueva cuenta al modelo de la crisis ya mencionado, para que complementado con los factores de riesgo ya mencionados, sea posible dimensionar las circunstancias en las que se vio envuelta Cm para tomar las decisiones entorno a sus posiciones con IFD.

Riesgo de Mercado.

A) Tasa de interés.

La economía mexicana está fuertemente influenciada por la estadounidense, por lo tanto, la crisis en acaecida en esta última impactó fuertemente el sistema económico y financiero mexicano. Las tasas de interés de referencia muestran, en su comportamiento, esta situación de forma clara, para comprobarlo -en el caso mexicano- se revisarán dos períodos de tiempo específicos; 1ero 2005 al 2007 y 2do; 2008 al 2010. Dichos períodos no son producto del azar sino que son precisamente en los cuales se desarrolla la crisis inmobiliaria y se muestran claramente las fases del modelo de crisis Minsky-Kindleberger expuesto por José Vázquez Sánchez. Es a partir de los momentos de este modelo (desplazamiento, sobredemanda, malestar, crack y recesión) que se muestra la relación estrecha que guardan los dos países (México y Estados Unidos) y la forma en que se manifiesta a partir de las tasas de interés.

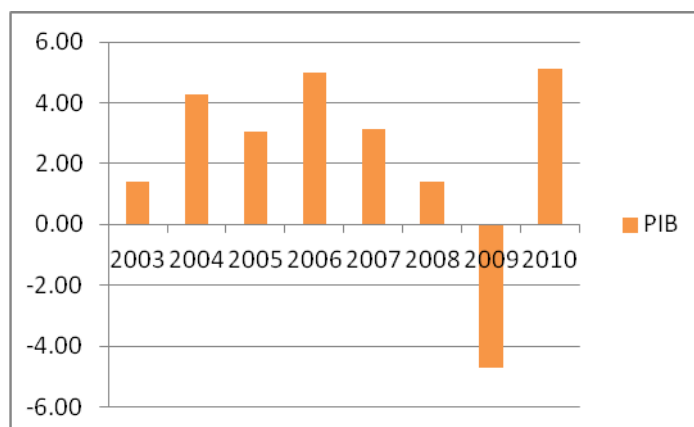
2005-2007

La tasa de interés de fondeo en México durante este periodo de tiempo mostró un comportamiento descendente, según datos del Banco de México, al pasar de 8.75% (en 2005) a 7% (en 2006) y registrar en 2007 un 7.5%

Como puede verse, la tasa de interés muestra un descenso de casi dos puntos porcentuales (-1.75 %) y luego se incrementa medio punto porcentual. Por lo tanto, resulta importante poder conocer la razón de esto, para lograrlo es necesario ubicar el contexto económico-financiero en estos años. Durante 2005 y todo 2006 la economía mexicana era coparticipe del período de abundancia en liquidez y clima inmejorable de negocios que la economía americana vivía, debe recordarse que es en estos años que ocurren 3 fases del modelo de crisis, a saber; Desplazamiento, sobredemanda y malestar.

Las fases de desplazamiento y sobredemanda puede ser visto en el crecimiento de la economía mexicana en el crecimiento del PIB mexicano, así entonces, del 2005 al 2007 el PIB registró un crecimiento promedio del 3.45% siendo 2006 el año en que se registró el mayor crecimiento alcanzando el 5.1%

Gráfico III.10 PIB México 2003-2010, crecimiento porcentual anual



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del INEGI.

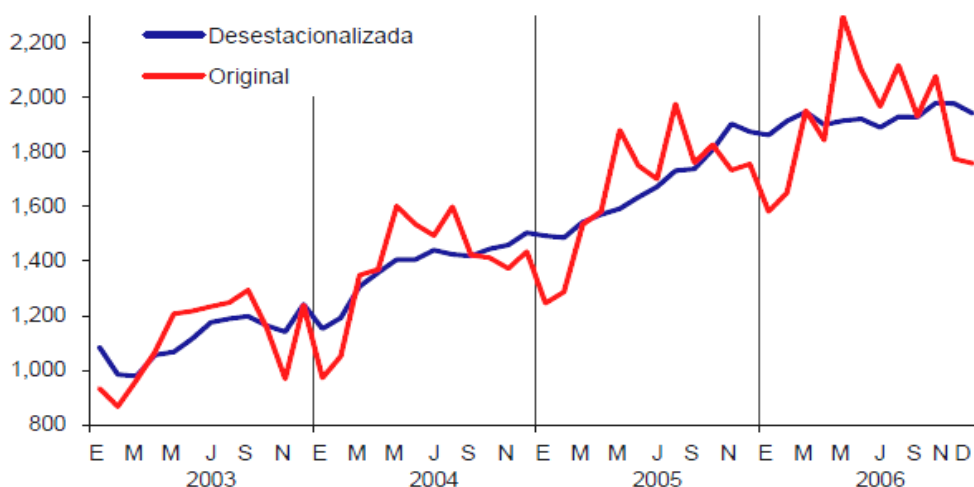
Como se mencionó en la sección “Entorno económico; nacional e internacional” la economía estadounidense se vio impulsada por el boom inmobiliario que dinamizó toda la economía y que permitió la existencia abundante de liquidez y crédito, principalmente gracias a dos factores; al crédito hipotecario barato y la creciente demanda de bienes raíces, de tal manera que, inclusive estas condiciones permitieron la bursatilización de las hipotecas. Así entonces el banco central de Estados Unidos redujo las tasas de interés fortaleciendo dicha situación. Este ambiente de abundancia y prosperidad permitió que el apetito de los inversionistas, en busca de nuevas oportunidades de negocios, fijara su mirada en las economías emergentes, siendo México uno de estos focos de atención.

México se vio favorecido de esta bonanza económico-financiera a través de tres vías; *Exportaciones manufactureras, Remesas familiares e Inversión Extranjera Directa (IED)*. A continuación se revisará la forma en que se dio en cada una de ellas.

Exportaciones.- El mayor socio comercial de México es, sin duda alguna, Estados Unidos. Entre 2001 al 2010 las importaciones mexicanas hechas por dicho país representaron, en promedio, el 11% del total de importaciones. 2006, como en el anterior caso, representó el año en que cobraron más importancia las importaciones mexicanas al representar el 10.7% precisamente también el año en que las exportaciones crecieron un 16.7% un casi 20% más que el 2005, cuando registro un crecimiento del 14%. De esta manera, las exportaciones hechas en 2006 ascendieron a 250mmd.

Remesas familiares.- resulta evidente viendo el gráfico que las remesas familiares muestran una tendencia claramente ascendente desde 2003, esta tendencia comienza a mostrar signos de disminuir después de 2006. Siendo este año en el que parece gozar de plenitud, puesto que representó el 2.7% del PIB con 65.8 millones de envíos de remesas con un valor promedio de 350 dólares por cada envío. Este dato es incluso superior al flujo de IED para ese mismo año e incluso mayor al saldo superavitario de la balanza de productos petroleros. Este dato resulta muy interesante porque muestra un comportamiento acorde tanto en las exportaciones como, naturalmente, con el PIB, los cuales en sintonía con las remesas familiares presentan al 2006 como el mejor en dichos aspectos.

Gráfico III.11 Remesas familiares/millones de dólares americanos, mensual 2003-2006

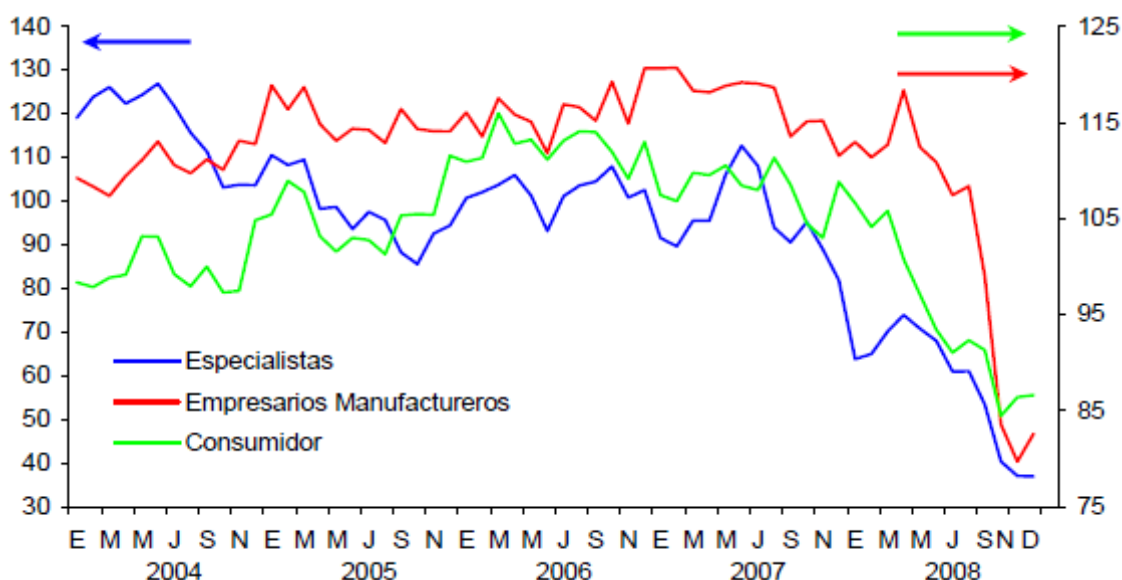


Fuente: Informe Anual del Banco de México 2006.

Inversión Extranjera Directa (IED).- A partir de 2003 muestra una tendencia claramente positiva que, si bien 2004 representó el mejor año en cuanto a este rubro se refiere al registrar 22,301 mdd por este concepto, continuó con un crecimiento sostenido reflejado al registrar en promedio de 20, 294mdd. Los países de origen de la IED hacia México es principalmente Estados Unidos con un 63.7%, seguido de Holanda, Francia y Reino Unido con 7.9%; 4.8; y 4.7%; respectivamente. Es importante señalar que la inversión total contempla lo relativo a inversión al mercado accionario y al mercado de dinero, así por ejemplo; en 2006 registró una IED por un total de 25,415mdd; 18, 938mdd por concepto de IED, 2805mdd al mercado accionario y 3,672mdd en el mercado de dinero.

En este clima de auge y bonanza, el consumo privado muestra un gran impulso desde 2003 al 2007, este consumo privado se caracterizó por la adquisición de bienes no durables y servicios en mayor medida en 2007, al registrar un 4.2% de crecimiento respecto al 2006, mientras que el consumo de bienes durables registró un 3.4%, esto en base a datos del INEGI.

Gráfico III.12 Índices de confianza, México 2004-2008 (Enero 2003=100)

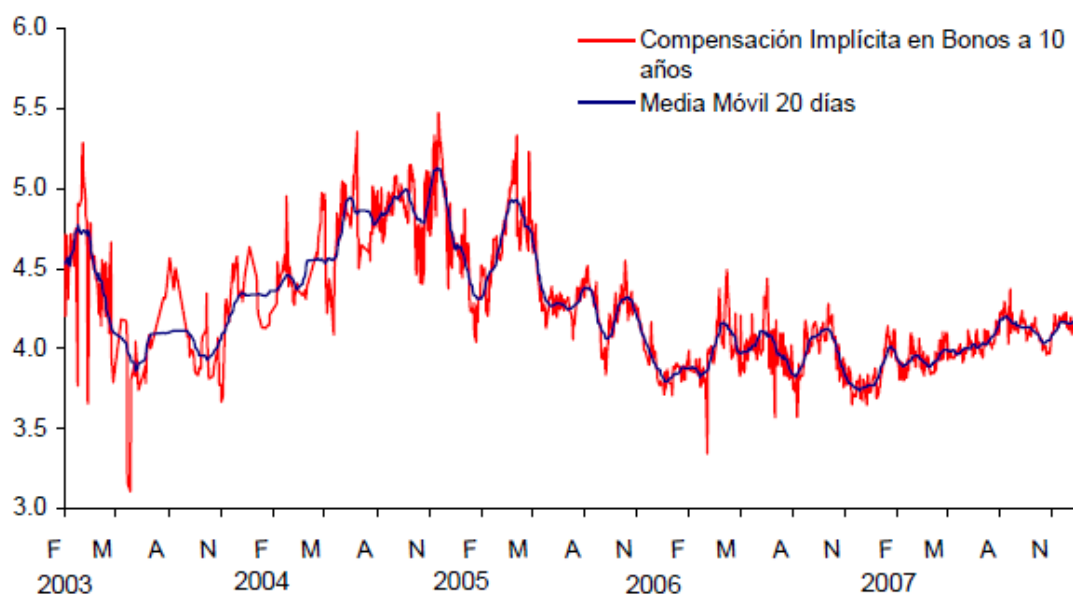


Fuente: Banco de México e INEGI.

Como puede verse en el gráfico anterior, 2005 representó el despegue del buen clima de negocios, las expectativas de que se mantuviera el crecimiento de la economía debido a los incrementos vistos en las fuentes de ingresos internacionales hacían ver con buenos ojos el futuro económico mexicano, el incremento en el consumo de los bienes durables así lo demostraban.

En cuanto a la inflación, puede hablarse de un comportamiento estable hasta Septiembre del 2007, si bien se presentaron variaciones en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) estos se debieron a la demanda de compensación por riesgo de de inflación debido al incremento de los precios de ciertos genéricos estos no afectaron de manera significativa el proceso de formación de precios de la economía. Después de Septiembre del 2007, el Banco de México revisó al alza las previsiones para la inflación para los trimestres inmediatos como resultado de los choques de oferta sobre los precios de alimentos. Lo anterior resulta evidente al revisar los datos relacionados a la Compensación por inflación y riesgo inflacionario en Bonos de largo plazo. Estas presiones dieron como resultado el incremento en cincuenta puntos base de la tasa de referencia, al pasar de 7% a 7.5%

Gráfico III.13 Compensación por inflación y riesgo inflacionario en Bonos de largo plazo, México 2003-2007 (% anual)



Fuente: Informe anual 2007, Banco de México.

En el gráfico es posible observar que existe una tendencia decreciente a partir del segundo trimestre del 2005, mismo trimestre en donde también despega el índice de confianza al consumidor. También es posible ver como a partir de Septiembre la compensación por inflación y riesgo de inflación comienzan a dibujar una tendencia creciente hasta terminar el año. En otras palabras, es a partir de estos indicadores (Inflación, confianza del consumidor e ingresos provenientes del exterior) se puede constatar cómo la dinámica del boom inmobiliario en la economía estadounidense significó el despegue de la economía mexicana la cual se tradujo en más recursos, activación económica y menores presiones inflacionarias.

2008-2010

El presente periodo se caracterizó por mostrar las fases 3,4 y 5 del modelo de crisis financieras; El malestar, crack bursátil y recesión económica, respectivamente. Todo lo anterior genera creciente aversión al riesgo y alta demanda de liquidez, que implicó, necesariamente, también el desapalancamiento en mercados emergentes.

A medida que dicha situación se intensificó los inversionistas buscaron el mercado de metales, materias primas y los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos como medios a través de los cuales mantener seguro su patrimonio. En México los inversionistas buscaron la seguridad de los papeles gubernamentales a corto plazo y disminuyeron su exposición al riesgo vendiendo bonos de largo plazo⁷⁹. Existen dos factores que provocaron este comportamiento a los inversionistas en México; Las altas expectativas de inflación en mediano y largo plazo, y las expectativas de menor crecimiento económico, lo cual se manifiesta en altas demandas de primas de riesgo por inflación.

La inflación internacional incidió definitivamente en las políticas monetarias de ambos países, por una parte en Estados Unidos (economías avanzadas) la

⁷⁹ Informe Anual Banco de México, www.banxico.org.mx

inflación se vio impulsada por el aumento en los precios de energía⁸⁰ (Precios del crudo), mientras que en México su impulso a la expansión de la demanda interna y el efecto en los precios climáticos adversos en los precios de alimentos. En este contexto, México experimentó un acelerado crecimiento en la inflación al pasar de 2.77% en 2007 a 6.53% en 2008, si bien fue influenciado por el incremento en los precios alimenticios también debe de considerarse el incremento en el precio internacional del crudo, gasolinas, materias primas, metales, la política del Gobierno Federal con relación a los precios de ciertos bienes y servicios públicos y los efectos de la depreciación cambiaria a los precios del consumidor durante la primera mitad del 2008. Así las cosas, mientras Estados Unidos comenzó un agresivo ciclo de descenso en las tasas de interés de referencia en México ya a finales del 2007 venían incrementándose como consecuencia del incremento en los seguros contra la inflación, elevándose con ello el diferencial entre las tas de ambos países.

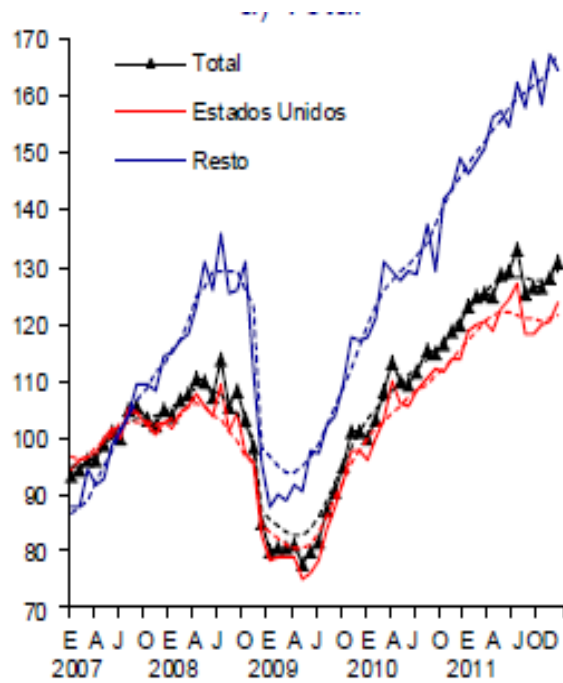
Con el contexto mencionado resultaron afectadas las principales fuentes de ingresos de México procedentes del exterior, debido en mayor medida, por la relación que guarda con Estados Unidos. De esta manera, tanto las exportaciones (principalmente manufacturera), como las remesas familiares y la IED resintieron dicha dinámica. Resulta importante destacar un sector en todo este contexto como ejemplo, el sector Automotriz este sector recibió un fuerte impulso en la bonanza económica y financiera en Estados Unidos en el periodo de tiempo anterior (2005-2007), el cual se vio fortalecido a través del impulso en el consumo en el proceso de bonanza, con ello su producción creció vía incremento en la demanda, así entonces el nivel de desempleo decreció en este sector y permitió holgura económica tanto en empleados estadounidenses como mexicanos residentes en dicho país. La Inversión Extranjera en manufactura de dicho sector creció en México, sobre todo en las plantas ensambladoras automotrices. Sin embargo, a partir de Octubre del 2008 se resiente en el sector el cambio de tendencia de la bonanza y con ello en el consumo, las exportaciones manufactureras automotrices resienten de inmediato este ambiente de pánico y volatilidad de riesgo que hacen que

⁸⁰ *Ibíd.*

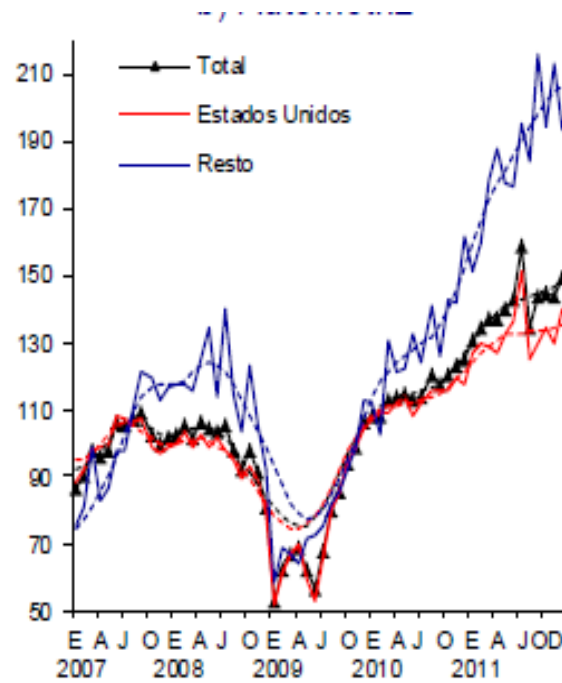
disminuyan considerablemente (altamente sensible y acorde a los acontecimientos sucedidos en Estados Unidos). Así entonces, el nivel de desempleo del sector se incrementa considerablemente en ambos países y con la Inversión en plantas ensambladoras en nuestro país y de ingresos en forma de remesas provenientes del exterior. En otras palabras; el sector automotriz se vio impulsado por el consumo dado la bonanza económica y financiera, que cuando esta desapareció y cayeron en desgracia los consumidores, el sector resultó fuertemente castigado a través de desempleo creciente disminución de ingresos, lo cual es claramente visto y reflejado en la caída del PIB real en 2009, luego de observar un decrecimiento a partir del 2007, misma que ascendió a – 6.1%.

Gráfico III.14 Exportaciones Manufactureras. México 2007-2011

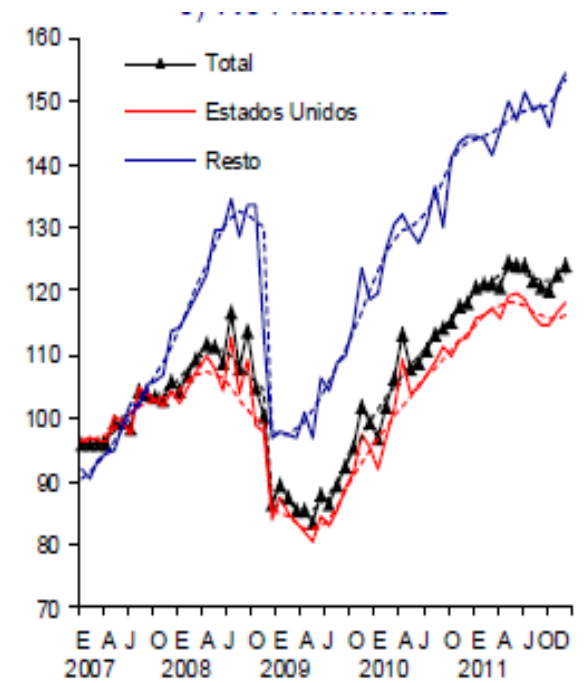
a) Total



b) Automotriz



c) No automotriz



Fuente: Informe Anual, Banxico 2010.

Por lo tanto la existencia de; creciente presión inflacionaria, escasas fuentes de ingresos, volatilidad financiera, problemas de actividad económica, crecientes problemas de liquidez y crédito fueron las características que predominaron en todo el año 2008 y gran parte del 2009.

Con tales circunstancias y la creciente preocupación e incertidumbre financiera en México la SHCP y el Banco de México implementaron una serie de medidas en forma coordinada encaminadas a mejorar los índices de confianza y establecer condiciones ordenadas en el mercado cambiario. Entre estas medidas sobresale; Mecanismos para la venta de dólares y el acceso de fuentes internacionales de liquidez con la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional.

Esas medidas contribuyeron a mejorar las circunstancias y disminuir las presiones inflacionarias y volatilidad económica-financiera en México. Lo anterior, aunado a la ausencia de presiones de demanda dada la situación económica global que imperó y una serie de factores tales como; reducción y congelamiento de los precios (por parte del Gobierno Federal) en productos energéticos y la terminación de la absorción de choques de oferta asociados con el incremento de las cotizaciones internacionales de las materias primas. Así el Índice de inflación en México pasó de 6.53% en 2008 a 3.37% en 2009.

Durante 2010 se consolidó la recuperación de la economía mundial que se inició en 2009, sin embargo, el crecimiento fue desigual; mientras que en las economías avanzadas fue consecuencia de estímulos fiscales y monetarios, en las emergentes (como México) fue impulsado por la demanda interna como resultado de la mejoría en los términos de intercambio. El proceso de reactivación de la actividad económica mexicana (iniciado en el segundo semestre del 2009) se consolidó como consecuencia del crecimiento de la actividad industrial estadounidense, lo que impulsó de forma importante sus exportaciones, transmitiéndose gradualmente a los componentes del gasto interno y, con ello, se impulsaron los ingresos provenientes del exterior debido principalmente por la mejoría en los fundamentos de la economía estadounidense, a saber; apetito creciente de nuevos rendimientos por parte de los inversionistas y un entorno donde mejoraron las condiciones de liquidez

a nivel global. Consecuentemente la economía mexicana registró un incremento (medido a través del PIB real) del 5.5% después de la contracción del 6.1% en 2008.

Por lo tanto, dado que la economía observó un crecimiento aceptable y que la inflación se redujo dentro de los niveles deseables, el Banco de México continuó su política monetaria al mantener sin cambios su tasa de referencia intercambiaría en 4.5%

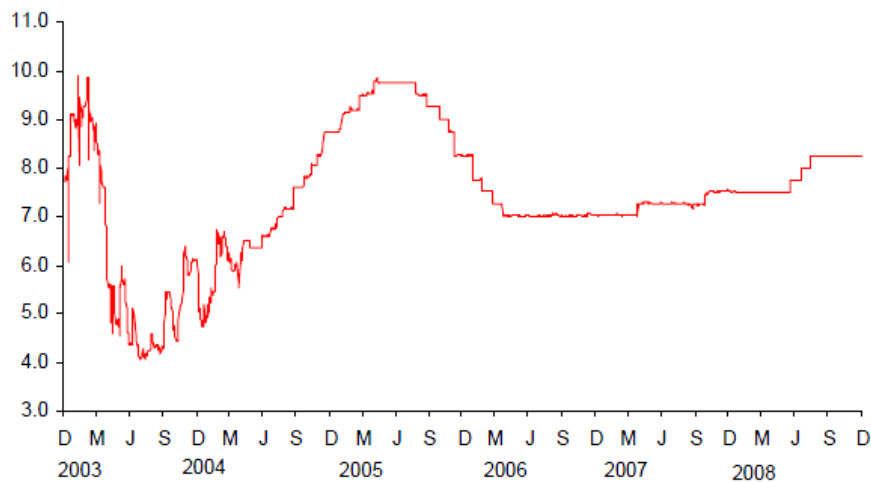
Diferencial de tasas de interés de referencia entre México y Estados Unidos.

Durante 2008, como puede verse en el gráfico siguiente, muestra una clara tendencia a la alza, sobre todo a partir del segundo semestre de dicho año. Si bien en 2005, 2006 y 2007 los períodos de restricción monetaria se debieron a presiones inflacionarias (ver gráfico del INPC, en el cual los incrementos de este coinciden con el incremento en la tasa de interés de referencia) impulsadas por los precios de materias primas y productos agrícolas, y su oferta⁸¹, las cuales fueron revertidas gracias al buen clima de negocios y perspectivas de la actividad económica durante dicho período, lo cierto es que estos nuevos incrementos descansaron más en los factores que afectaron las condiciones en los mercados financieros internacionales⁸², en específico motivados por demandas de primas por riesgo de inflación a largo plazo.

⁸¹ En 2006 intervinieron factores adicionales tales como la incertidumbre asociada al proceso electoral federal y 2007 por las modificaciones tributarias de carga fiscal de empresas hacia consumidores. Para mayor información consulte Informe anual Banco de México, 2006, 2007 y 2008.

⁸² Banco de México, Informe anual 2008.

Gráfico III.15 Tasa de Interés de valores gubernamentales, México 2003-2007 (Variación % anual)



Fuente: Banco de México

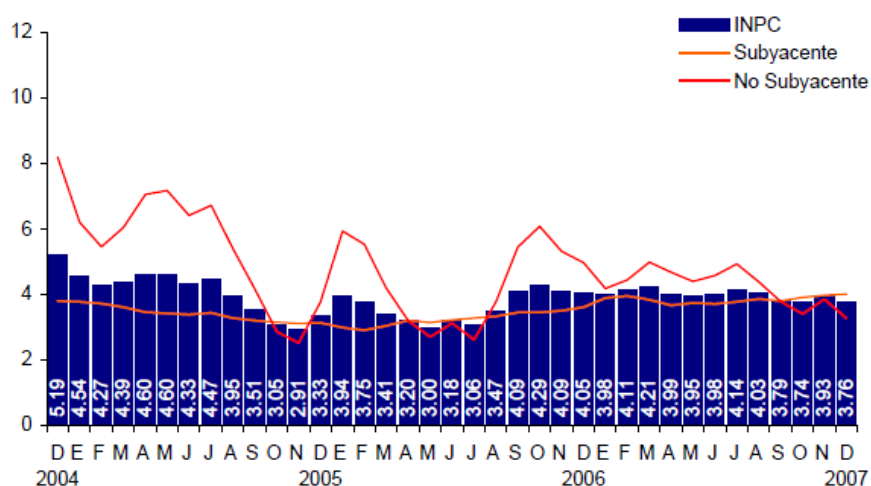
Durante los últimos trimestres del 2008 el malestar financiero y las expectativas de inflación se incrementaban se hacían más evidentes, por lo que en Estados Unidos, los inversionistas mostraron menor apetito de riesgo y buscaban refugiarse en instrumentos y papeles gubernamentales del Tesoro, haciendo que las tasas de estos en todos sus plazos se redujeran drásticamente.

Gráfico III.16 Tasas de interés, Estados Unidos 2008 (variación %)



Fuente: Bloomberg.

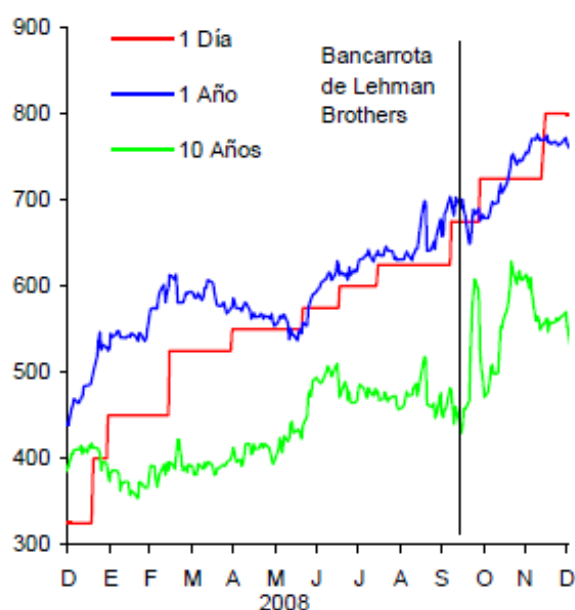
Gráfico III.17 INPC, México 2004-2007 (%anual)



Fuente: Banco de México

Así entonces, el diferencial de las tasas de interés de ambos países, en todos sus plazos se incrementó, debido a que; mientras las tasas en Estados Unidos disminuyeron por la creciente aversión al riesgo, en México se incrementaron por las expectativas al alza inflacionaria a mediano y largo plazo. Este diferencial de tasas puede verse a través de la siguiente gráfica:

Gráfica III.18 Diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos, 2008 (%).



Fuente: Bloomberg

El diferencial muestra un crecimiento en todos sus plazos entre las tasas estadounidenses y mexicanas de referencia; en 2008 los diferenciales pasaron (con respecto a 2007) de 325 a 800pts en la tasa de referencia de 1 día, de 460 a 760 pts. En la tasa de referencia de 1 año y de 400 a 500 pts. En la tasa de referencia en 10 años.

En la medida en que los inversionistas de economías avanzadas fueron teniendo mayor aversión de riesgos, su apetito de este disminuyó y países emergentes como México se vieron afectados en la medida en que dejaron de percibir ingresos externos ya mencionados. Dichos inversionistas presentaron liquidaciones anticipadas y masivas en un entorno de pánico creciente de los mercados financieros internacionales, entre ellos la bolsa estadounidense, e incrementándose la demanda de liquidez con miras a salvar en la medida de lo posible su patrimonio. Con ello mercados de metales, bonos y papel gubernamental estadounidense crecieron en gran medida robusteciendo esta moneda.

En resumen; Los mercados financieros mostraron una clara y creciente aversión al riesgo luego del crack bursátil y la recesión financiera, muestra de ello es el proceso de desapalancamiento por parte de inversionistas en economías avanzadas, reflejado, en el caso de México, en el decremento de la IED, remesas familiares y la caída de las exportaciones. Con ello no sólo la economía y su solidez estaban cuestionadas sino que se incrementaron crecientemente las expectativas de presiones inflacionarias en materias primas y metales. Con ello los inversionistas en México demandaron seguros contra la inflación, buscando con ello protegerse en los próximos años ante estos sucesos, además de demanda de bonos a cp. Por lo que las tasas de interés de referencia a cp. Disminuyeron con miras a proveer liquidez al sistema financiero e inyectándola directamente, así entonces, las tasas de interés en México durante 2005 al 2007 se mantuvieron relativamente altas (8.75%, 7% y 7.5%) a diferencia de las estadounidenses que se mantuvieron a la baja, debido a que el boom inmobiliario permitió crédito accesible y muy barato así como creciente demanda de bienes raíces, junto con la existencia de altos niveles de liquidez. Este diferencial alto entre las tasas de interés benefició a la

economía mexicana, pues inversionistas nacionales y extranjeros se vieron tentados a buscar mayores beneficios, donde el apetito creciente y grande tolerancia de riesgo influyeron notablemente. Una vez que el apetito de riesgo disminuye y se encuentran signos de pánico los inversionistas comienzan un proceso de des apalancamiento para refugiarse en la seguridad de los metales, materias primas y divisas como el dólar. En México no fue la excepción y la creciente demanda de bonos a corto plazo se disparó debido a perspectivas inflacionarias altas, con ello las tasas de referencia disminuyen en conjunto con las estadounidenses y desaparece los altos niveles de ingresos por este concepto.

B) Tipo de cambio.

La presente sección tiene como propósito mostrar cuáles son los factores que caracterizan y por lo tanto inciden en el tipo de cambio. Dentro de estos factores se encuentran las modificaciones en la oferta y demanda de divisas, grado de sensibilidad del mercado y cambio en las tasas de interés, factores de corto plazo. Mientras que de largo plazo se tiene; cambios fundamentales en las tasas de interés y políticas entre países, cambios en la selección de portafolios internacionales (des apalancamiento), inflación y falta de liquidez. Como puede darse cuenta algunos de ellos ya se abordaron en la sección anterior, específicamente los que se refieren al des apalancamiento, falta de liquidez y tasas de interés. Sin embargo, se citaran para complementar la exposición del presente.

Relación entre Cm y el tipo de cambio.- Justificación.

Cm es una tienda de autoservicio de tipo supermercado la cual durante todo el periodo de estudio, como se vio cuando se revisaron las razones financieras, presentó altos niveles de endeudamiento y apalancamiento financiero con una liquidez claramente volátil. Dentro de los diversos instrumentos que implementaron para cubrir diversas necesidades operativas y administrativas sobresalen aquellas denominadas en dólares (ver cuadro III.9); un bono por US \$200 millones con vencimiento a 2015, una carta de crédito garantía con Bancomer, un préstamo con JP Morgan y una carta de crédito garantía con Santander por US \$52 millones, US \$30 millones y US \$17.4 millones,

respectivamente (estas tres últimas con vencimiento en 2009), las cuales suman un total de US \$299.4 millones. Estas junto con las veintiún operaciones financieras con IFD (contratadas antes del 30 de Junio y vigentes al 30 de septiembre del 2008) que representaban un total de US \$232.6 millones⁸³, sumaron un total de US \$532 millones, es decir, poco más de 7,140 millones⁸⁴ de pesos mexicanos comprometidos en forma de deuda y de operaciones financieras en dólares americanos.

Cuando se define al riesgo de tipo de cambio, la teoría financiera es clara al presentarlo como la variación del valor de un portafolio de inversión o cartera de activos financieros como consecuencia de modificaciones en el valor en la moneda bajo la cual esta denominada esta cartera o portafolio⁸⁵. Como al ser una empresa que se encuentra en México se encuentra sujeta a los cambios que presente esta como consecuencia del movimiento del peso (moneda en la cual esta nominados sus ingresos y estados financieros) respecto al dólar, específicamente en lo relacionado con las operaciones de IFD hasta 2008 y los instrumentos de deuda ya mencionadas. Por lo cual estos instrumentos denominados en dólares son lo que tienen alta sensibilidad al movimiento del tipo de cambio y, por tanto, son importantes para determinar el monto de la deuda y situación financiera de manera importante de CM.

Se decía, líneas arriba, que CM contrató veintiún IFD antes de Junio del 2008 y aún vigentes hasta septiembre de dicho año. Qué les motivó realizar este número de operaciones precisamente en este lapso de tiempo (Junio Septiembre). Para responder a dicha pregunta es imperante revisar las siguientes cuestiones a corto plazo: Modificaciones en la oferta y demanda de divisas, Grado de sensibilidad del mercado, Cambios en las tasas de interés entre países. A medida que se comprendan estos aspectos, será posible entender mejor la situación de CM.

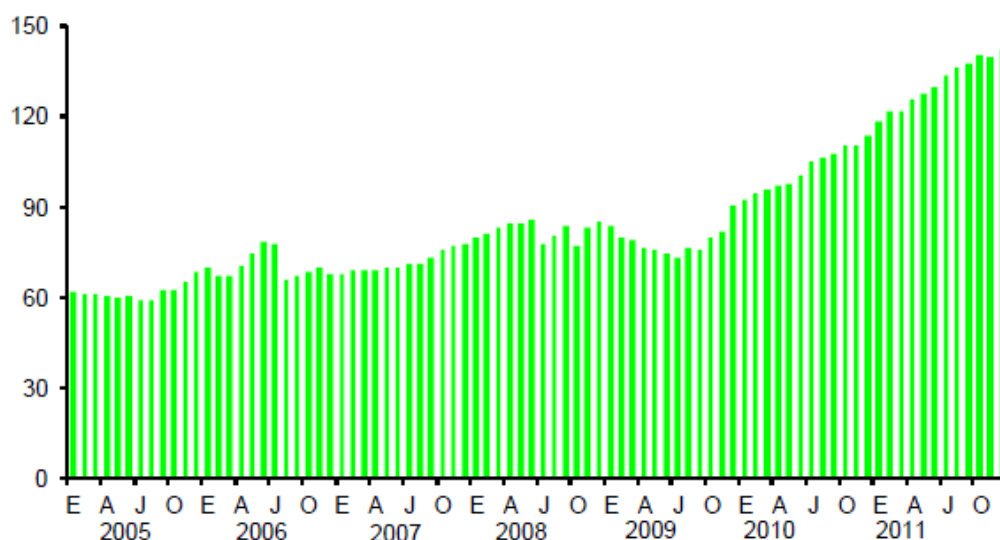
⁸³ En la sección "deuda 2008 de CM" del presente capítulo se expuso que el objetivo de la contratación de dichos IFD era cubrir el riesgo de tipo de cambio relacionado con pagos relacionados con el pronóstico de precios de compra de mercancía de importación, estructura metálica y equipamiento futuro.

⁸⁴ Se utilizó el tipo de cambio fix promedio del mes de diciembre del 2008; \$13.4226 pesos por dólar.

⁸⁵ Ver capítulo II del presente trabajo, sección tipos de riesgo.

Como se vio en el riesgo de tasas de interés, la economía mexicana está muy ligada a la economía estadounidense, de tal manera que, la liquidez abundante y las oportunidades de crédito crecientes en esta última, se puso de manifiesto también en la economía mexicana, esto visto a través del PIB, los crecientes ingresos procedentes del exterior y los índices de confianza de la economía en 2005-2007.

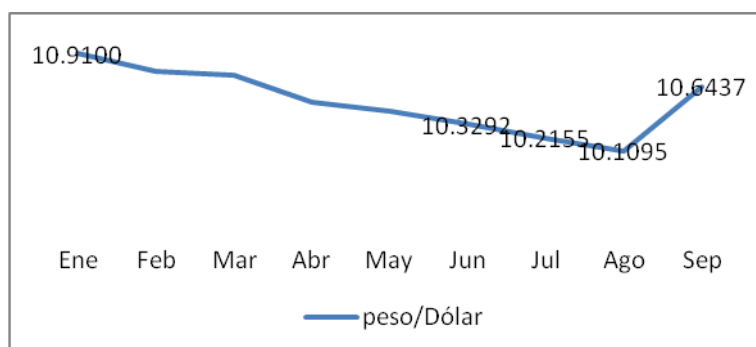
Gráfico III.19 Reservas Internacionales, México 2005-2011(miles de millones de dólares)



Fuente: Informe Anual 2010. Banco de México

Los crecientes ingresos del exterior para la economía mexicana durante 2004-2008; Exportaciones manufactureras, remesas familiares e IED, entre otros, permitieron a la autoridad monetaria contar con suficientes Reservas internacionales, mismas que se vieron reflejadas en el fortalecimiento del peso. A partir del segundo semestre de 2005 se puede observar, claramente en el gráfico (III 19), una tendencia creciente en acumulación de reservas, misma que inclusive concuerda con el comportamiento del PIB, en este caso 2006 también representa el mejor comportamiento del mismo, que continúa creciendo hasta el primer semestre del 2008, siendo el mes de abril el mes donde refleja una acumulación importante después de Mayo del 2006.

Gráfico III.20 Cotización del Peso mexicano respecto al Dólar estadounidense, Enero-Septiembre 2008.

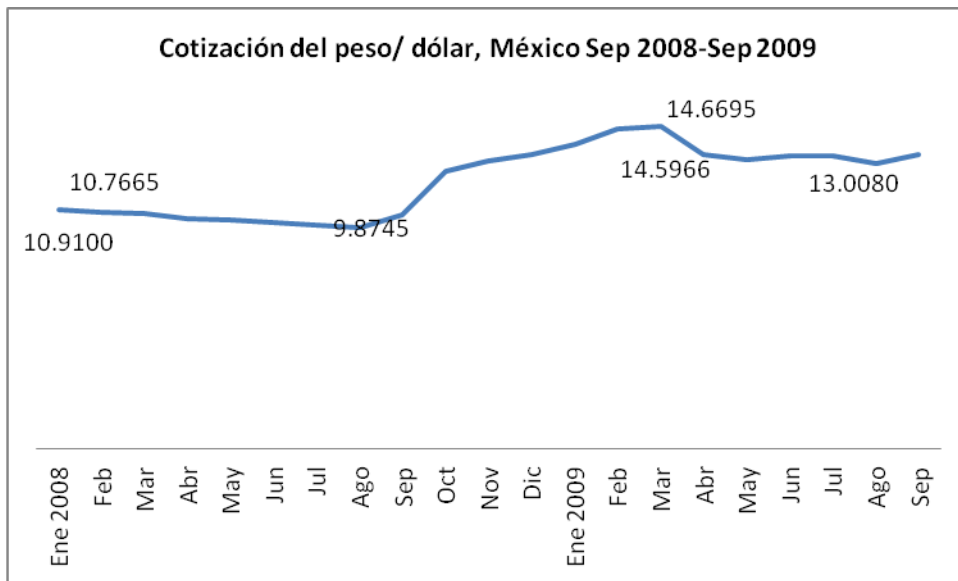


Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Comparando el gráfico de Reservas con el de la cotización del peso respecto al dólar III.20, puede verse en 2008 como al darse una acumulación mayor el peso registra una mayor apreciación. De hecho de Enero a Junio del 2008, tiempo en el que se realizaron las 21 Operaciones con Derivados Financieros (ODF), el peso se apreció en promedio casi un 4% (3.76 %) equivalente a un promedio de 41 centavos con respecto a Enero. En el gráfico esto se puede ver a través de la tendencia decreciente que dibuja la cotización del peso, al pasar de \$10.94 en Enero a \$10.1095 en Agosto. Es decir, la economía mexicana contaba con suficiente liquidez en este período, de tal manera que la demanda de dólares estaba fuertemente respaldada con la existencia en reservas internacionales y, por ende, el peso se encontraba robustecido reflejando su comportamiento en la dinámica de la economía mexicana en su conjunto.

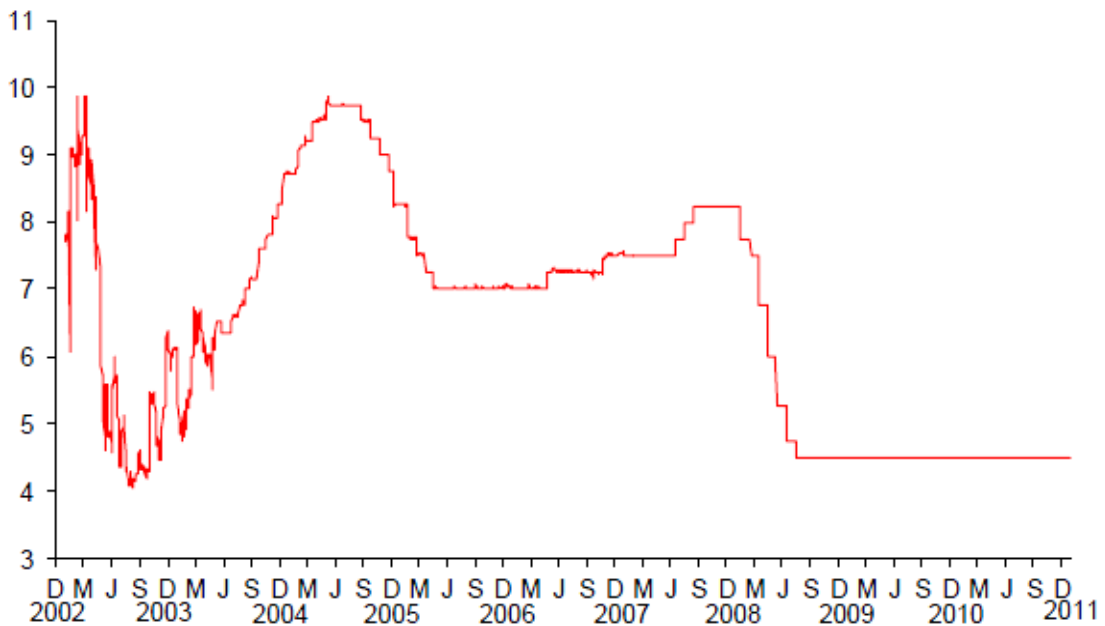
La apreciación del peso mexicano además de coincidir por la acumulación de reservas en 2008 y las fuentes de esta, también coincide con el comportamiento de las tasas de interés de referencia. Mientras los diferenciales de las tasas entre dichos países (México y Estados Unidos) se incrementaba (como se vio en la sección correspondiente tasas de interés) el peso se vio fortalecido (apreciación del peso), esto fue observado del 2004-2007, cuando el diferencial entre las tasas disminuyó el peso vio revertido esta apreciación manifestando una depreciación inminente, fenómeno observado del 2008 a los primeros meses del 2009.

Gráfico III.21



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Gráfico II.22 Tasa de interés intercambiaria a 1 día, México 2002-2011 (%)



Fuente: Informe anual 2010, Banco de México.

El comportamiento del diferencial coincide con el de la cotización del peso respecto al dólar durante el 2008 (Gráfico III.20) hasta el primer semestre del 2009. La gráfica muestra como a partir de febrero-diciembre del 2008 se incrementa el diferencial y es hasta el 2009 (Gráfico III. 18) que comienza a

disminuir tal, en gran medida porque el INPC dejó de absorber las presiones inflacionarias provenientes de materias primas desde finales del 2008, lo que hizo que a finales de este año y gran parte del 2009 disminuyeran la demanda de seguro de riesgo de inflación reflejado en la relajación de las tasas de interés de referencia a largo plazo. Así si bien la disminución de las tasas de interés en Estados Unidos fue más severa, en México no descendieron de la misma forma pero contribuyó a reducir dicho diferencial. En palabras de José Vázquez Sánchez; *“Los movimientos del peso mexicano coinciden con el comportamiento del diferencial de tasas”* y continúa: *“[...] en tanto este aumentaba el peso se apreció fuertemente desde los \$10.79 de febrero de 2008 hacia los \$9.8745 el 4 de agosto de ese mismo año; cuando el diferencial de tasas cambió de tendencia, el peso comenzó una depreciación que terminó siendo brutal⁸⁶...”*

El comportamiento del peso y el proceso de depreciación que se dio en los últimos trimestres del 2008 y continuó durante gran parte del 2009, tiene como causa el agotamiento de fuentes de ingresos del exterior y la aversión al riesgo que motivo a inversionistas liquidar sus posiciones de apalancamiento en las economías emergentes como México, en esta medida y dado la creciente carencia de liquidez en dólares, la SHCP y el Banco de México, a través de la comisión de cambios, implementaron una serie de medidas para inyectar liquidez en dólares al mercado cambiario, esto con el objetivo de evitar un colapso del Sistema y mercados financieros, y con ello contribuir a que el Sistema y los mercados entrarán a un proceso de “normalización” sobre todo cuando empresas como Cm contaban con posiciones abiertas en el mercado cambiario en el desarrollo de dichos acontecimientos.

⁸⁶ VÁZQUEZ Sánchez, Jorge. El comportamiento del Precio de las acciones y recesión económica. EEUU Y MÉXICO. Problemas del desarrollo, revista latinoamericana de economía. Vol. 41, núm. 160, enero-marzo 2010.

Entre las medidas sobresalen:

1. Subastas diarias de las cuales se ofrecieron \$400 millones de dólares a un precio mínimo de 2% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.
2. Subastas extraordinarias encaminadas a entender demandas excepcionales de divisas.
3. Establecimiento de un mecanismo de intercambio temporal de divisas (línea swap) con la Reserva Federal de los Estados Unidos hasta por un monto de 300 mil millones de dólares, del 29 de Octubre de 2008 hasta el 30 de Abril del 2009.

La primera de ellas tenía como objetivo dar liquidez dado la demanda excepcional de divisas, mientras que la segunda tenía como objetivo otorgar liquidez cuando el tipo de cambio alcanzará niveles significativos⁸⁷, esta última se mantuvo vigente a partir del 9 de Octubre del 2008, cuando el tipo de cambio sobrepasó la barrera de 13 pesos por dólar, en dicha fecha se cotizo en \$13.0417.

Banxico realizaba tres subastas diarias por un monto acumulado de US \$400 millones, y de hecho, las intervenciones importantes de esta situación se pueden sobresaltar dos; la inyección de US \$6 mil millones el día 10 de Octubre del 2008, cuando el tipo de cambio alcanzó una cotización de \$13.09 pesos por dólar. Esta inyección de liquidez permitió una disminución de 72 pts. Base para cotizarse en \$12.37 pesos por dólar, siendo esa la intervención más importante del 2008. Aunada esta está también la intervención de US \$1,600 millones el 4 de Febrero del 2009, cuando la cotización del peso por dólar alcanzó los 14.64 pesos.

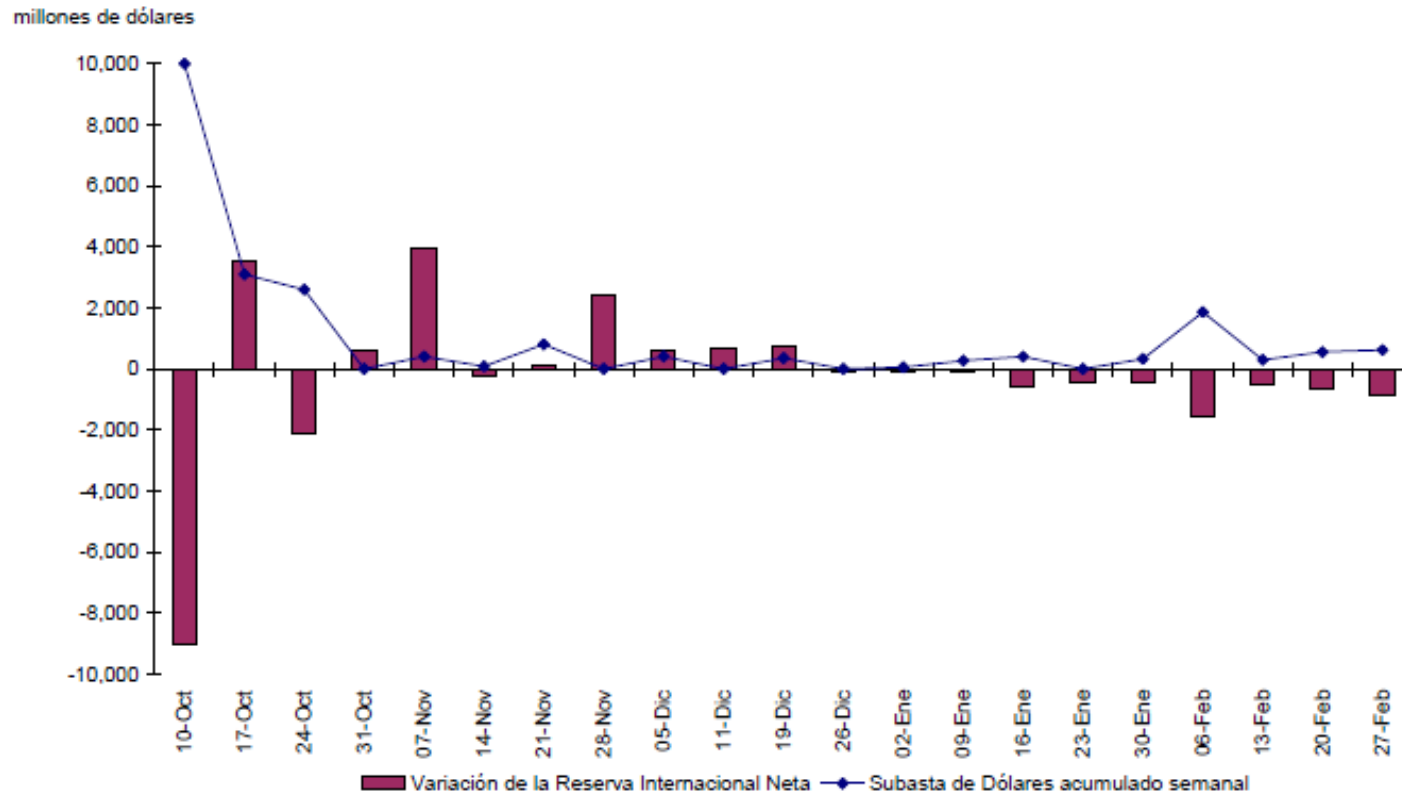
Las repercusiones en las reservas internacionales pueden verse en el Gráfico III.23 correspondiente, se vieron afectadas, tanto en la primera intervención mencionada por Banxico en Octubre del 2008 y en la de Febrero del 2009. En la primera de ellas se puede observarse, la disminución de Octubre represento

⁸⁷ Eran considerados niveles significativos cuando la depreciación del peso era mayor al 2% Informe Anual 2008, Banco de México.

una disminución en las reservas por poco más de 6mil mdd, mientras que la segunda intervención mencionada representó poco más de 1mil mdd en reducción de esta.

Los intentos de Banxico para proveer de liquidez en momentos en los cuales la depresión del peso mexicano fue altamente significativa fueron muy importantes, particularmente para empresas como Cm que estaban golpeadas por las ya mencionadas crisis estadounidenses en sus operaciones con IFD relacionadas con la divisa americana.

Gráfico III.23 Variación de las reservas Internacionales subasta semanal de dólares en el mercado del 10 de Octubre 2008 al 27 de febrero 2009(millones de dólares americanos)



Fuente: Centro de estudios de finanzas públicas de la H. Cámara de diputados con datos del Banco de México

El Banco de México implementó unas series de medidas para proveer de liquidez al Sistema Bancario, de esta manera, en Octubre del 2008 estableció de manera preventiva facilidad adicional para la provisión temporal de liquidez a los bancos con base a la experiencia de otros países con dificultades de los bancos para acceder a medios de fondeo en el mercado de dinero. Esta facilidad es adicional a las facilidades operativas tradicionales por las cuales los bancos pueden recibir crédito del Banco de México.

En la medida en que se incrementaba la preferencia por instrumentos financieros a plazos cortos y la caída de la demanda por liquidez del mercado de valores a largo plazo, la SHCP y el Banco de México anunciaron medidas encaminadas a mitigar estos:

1. El Gobierno Federal y el Instituto para la Protección del Ahorro Bancarios (IPAB) modificaron su programa de colocaciones primarias de valores del 4to trimestre del 2008, incrementando el monto de colocaciones de valores de corto plazo y reduciendo la emisión de valores a mediano y largo plazo.
2. El Gobierno Federal realizó subastas para la recompra de Bonos M y Udibonos por 40mil millones de pesos.
3. El Banco de México realizó subastas de intercambio de flujos de tasas fijas de largo plazo por tasas reversibles de corto plazo (swap de tasas de interés), con el propósito de disminuir la sensibilidad de las carteras de inversionistas ante las fluctuaciones de la curva de rendimientos.

El tipo de cambio y su relación con Cm

En la presente sección se expondrá la relación entre la cotización del tipo de cambio (peso/dólar) y las fases del modelo de crisis de *Minsky-Kindleberger* haciendo especial énfasis en las fases de malestar y crack. Esto con la finalidad de ubicar (en tiempo y espacio) las decisiones tomadas por Cm y las que dejó de tomar oportunamente, mediante los cuadros, que incluyen la cotización promedio mensual del 2004 al 2009, del tipo de cambio (peso/dólar) es posible ver este proceso.

También es posible observar, con lo anterior, las repercusiones de estas decisiones en lo que respecta en los IFD y la deuda, al estar estos denominados en dólares americanos. Es decir, es posible ver a través de gráficos y tablas cómo la evolución del tipo de cambio incide directamente en los pasivos y posiciones en derivados de Cm a tal grado que repercuten en su operatividad. Cabe mencionar que también se puede constatar la importancia de identificar al riesgo financiero entendido este como toda desviación estándar tanto positiva como negativa, que incluye tanto un desempeño extraordinario bueno como malo, el primero 2004-2007 y el segundo 2008-2010.

El uso de derivados cómo forma de cobertura; los motivos de Cm de cobertura. Las empresas mexicanas han recurrido a los IFD, en primera instancia, con la finalidad de buscar cubrirse de los riesgos financieros ante movimientos adversos en los tipos de cambio y de tasas de interés. Ciertamente Cm utilizó estos con la misma finalidad de cubrirse ante los movimientos adversos en dichas variables macroeconómicas, los informes anuales de Cm en sus notas sobre estados financieros consolidados así lo refieren al mencionar que, los motivos que determinaban las operaciones con IFD eran la búsqueda de cobertura de tasas de interés y de tipo de cambio. La primera razón se justifica debido a que mantenían deuda vigente en dólares (Ver cuadro III.8 de la sección Deuda) y buscaban cubrirse de movimientos adversos en el pago de interés y capital. Mientras que la cobertura en movimientos adversos del tipo de cambio estaba relacionada con el pronóstico de los pagos por compra de mercancía de importación, estructura metálica y equipamiento de nuevas tienda⁸⁸s. En otras palabras; Cm, como otras empresas mexicanas, recurrieron a los IFD para evitar incurrir en pérdidas intolerables en dichos rubros que pudieran significar problemas financieros serios y operacionales.

El uso de derivados para especulación; Las perspectivas económicas 2004-2007; la fase de desplazamiento y sobredemanda reflejadas en el tipo de cambio.

Sin embargo, también los IFD han sido utilizados (tanto por Cm como de otras empresas del mismo mercado) como medio para buscar beneficiarse

⁸⁸ Nota 7 Instrumentos Financieros Derivados, Estados Consolidados de Resultados al 31 de Diciembre del 2004, 2005, 2006 y 2007. Informe Anual Cm 2004-2007

económica y financieramente aprovechando de situaciones y contextos financieros nacionales e internacionales. La especulación así es contemplada, aceptada y reconocida como uno de los usos recurrentes y hasta cotidianos de IFD por autores como Jorion y De Lara Haro e inclusive contemplada por Banxico como una práctica con dichos instrumentos; Jorion cita esta práctica de especulación con derivados al definirla como aquella que consiste en conferir liquidez al mercado con la esperanza de obtener ganancias de dichas transacciones⁸⁹; De Lara Haro la define como una práctica con derivados que, consiste en una apuesta direccional en los movimientos del precio de dichos productos para obtener una ganancia o rendimiento acorde con el riesgo que se asume⁹⁰, mientras que Banxico lo contempla como la posibilidad de generar utilidades importantes dentro de un rango específico aprovechando la relativa estabilidad del mercado en el uso de derivados⁹¹. Siguiendo pues dichas definiciones y, en específico, atendiendo el caso de Cm puede observarse que; del 2005 al 2007 dicha empresa aprovechó las circunstancias y el contexto nacional e internacional generado por el boom inmobiliario que impactó a Estados Unidos y México, el cual a su vez generó cierta estabilidad del mercado cambiario y financiero, motivando a dicha empresa a tomar posiciones en IFD, en primera instancia como medio cobertura y después como medio de generar utilidades adicionales al giro propio de la empresa. En este contexto la toma de decisiones entorno a estos instrumentos le redundaron beneficios reflejados en sus estados financieros por \$575.73 millones, \$25.61 millones y \$360.30 millones en 2005, 2006 y 2007⁹², respectivamente, el diferencial de tasas, la acumulación de reservas, internacionales y el creciente apetito de riesgos por parte de los inversionistas incidieron directamente.

⁸⁹ JORION, Philippe. *Valor en Riesgo. El nuevo paradigma para el control de riesgos con derivados*. México. Limusa 2008. Pág. 28.

⁹⁰ DE LARA HARO, Alfonso. *Productos financieros derivados: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos*. México. Limusa 2010. Pág. 12.

⁹¹ Banco de México 2009. *Reporte sobre el Sistema Financiero*. www.banxico.org.mx Pág. 77.

⁹² Informe anual Cm, *Estados Consolidados de Resultados al 31 de diciembre del 2005-2007*.

Es de resaltar que las posiciones en IFD generaron utilidades importantes siempre y cuando la cotización del tipo de cambio se mantuvo dentro de un rango específico y dichas circunstancias prevalecieran. A continuación se revisa cómo se dieron dichas circunstancias y cuál fue el rango de tipo de cambio que permitieron dichas utilidades a Cm.

Del 2004 al 2007 el mercado financiero mexicano (visto a través del IPC) desarrolló la tendencia *bull*, misma que culminó en Octubre del 2008 cuando registra su máximo histórico en 32, 836 pts. y comienza en sí la fase de el malestar. En dicho periodo de tiempo (2004-2007) queda de manifiesta la fase de desplazamiento y sobredemanda, donde el peso registró una cotización promedio anual de \$11.0016 y osciló dentro de un rango de \$11.3025 como promedio máximo y \$10.7097 pesos como promedio mínimo, Así entonces, observando el comportamiento del tipo de cambio durante esta fase (mediante la cotización promedio anual) se tiene que se registró \$10.3003; \$10.8837; \$10.8934 y \$10.9289, en 2004, 2005; 2006 y 2007, respectivamente, permitiendo a Cm generar dichas ganancias. En la Tabla III.10 que contiene las cotizaciones promedio anuales del 2004 al 2007 con su máxima y mínima cotización por año, puede verse mejor la relativa estabilidad del peso respecto al dólar y cómo esta se mantiene en el rango de entre \$11.3025 y \$10.7097

Tabla III.10 Cotización promedio anual del peso, México 2004-2007

Año	Promedio anual/ \$	Máximo \$/mes	Mínimo\$/mes
2004	11.3003	11.5124 Mayo	10.9151 Enero
2005	10.8837	11.2607 Enero	10.6295 Dic
2006	10.8934	11.3913 Junio	10.4833 Febrero
2007	10.9289	11.0456 Agosto	10.8109 Julio
	Promedio:	11.3025	10.7097

Fuente: Elaboración propia con base en datos proporcionados por Banxico tipo de cambio fix. www.banxico.org.mx

El tipo de cambio y la fase de malestar.

El 2007 representa el año en el que se termina de percibir las primeras fases del modelo *Minsky-Kindleberger*, tanto de desplazamiento como de sobredemanda y se comienza a desarrollar, formalmente, la fase de malestar

cuyos efectos pueden verse a través de la cotización del tipo de cambio. Así entonces, en la secciones anteriores se expuso que el mercado financiero estadounidense entró en fase de malestar de Enero del 2007 a Marzo del 2008, fechas en las que el DJI alcanzó el punto de resistencia (visto a través del máximo histórico) y su punto de piso, y el mercado mexicano, a su vez, comenzó a reflejar esta fase de Octubre del 2007 a Enero del 2008, cuando el IPC alcanzó su punto de resistencia al alcanzar su máximo histórico y su punto de piso en dichos meses, respectivamente. El tipo de cambio reflejó dicho proceso de forma continua, al cotizar el peso, en Febrero de dicho año, en \$10.9998 reaccionando poco a poco al efecto DJI y su punto de resistencia observado en Enero, tan sólo un mes atrás. A partir de Agosto el peso comienza a rebasar la línea de los 11 pesos y comienza un comportamiento volátil, cuando en Octubre alcanza el IPC su punto de resistencia, dicha volatilidad no culmina sino hasta Enero del año siguiente 2008 cuando alcanza su punto de piso y se registra la cotización de \$10.91.

En la siguiente Tabla (III.11) puede verse las cotizaciones de Enero a Diciembre del 2007, en dicho cuadro aparece el mes de Marzo así como el último trimestre del 2007 sombreados de color amarillo, mientras que el resto aparece de color verde, haciendo alusión precisamente a la primera y segunda (color verde) y tercera fase (color amarillo) del modelo Minsky-Kindleberger, tanto de desplazamiento y sobredemanda y la fase de malestar, primero en Marzo, mes en el que se reflejan de forma más fuerte los efectos del DJI, luego de que en Enero se fija el punto de referencia conocido como piso. Mientras que a partir de Octubre el IPC alcanza el máximo histórico y sus efectos de malestar hasta Enero del 2008.

Tabla III. 11 Cotización peso Enero-Diciembre 2007, México (pesos)

Mes	Cotización \$
Enero	10.9529
Febrero	10.9998
Marzo	11.1139
Abril	10.9806
Mayo	10.8167
Junio	10.8350
Julio	10.8109

Agosto	11.0456
Septiembre	11.0315
Octubre	10.8231
Noviembre	10.8866
Diciembre	10.8484

Fuente: Elaboración propia con base en datos proporcionados por Banxico tipo de cambio fix. www.banxico.org.mx

En el primer caso puede verse cómo la cotización supera los 11 pesos por dólar en poco más de 11 centavos, mientras en que en el último trimestre vuelve a cotizar cerca de los 11 pesos hasta Enero del 2008 cuando alcanza los 10.91 pesos por dólar (ver Tabla III.12).

Tabla III. 12 Cotización peso Enero-Diciembre 2008, México (pesos)

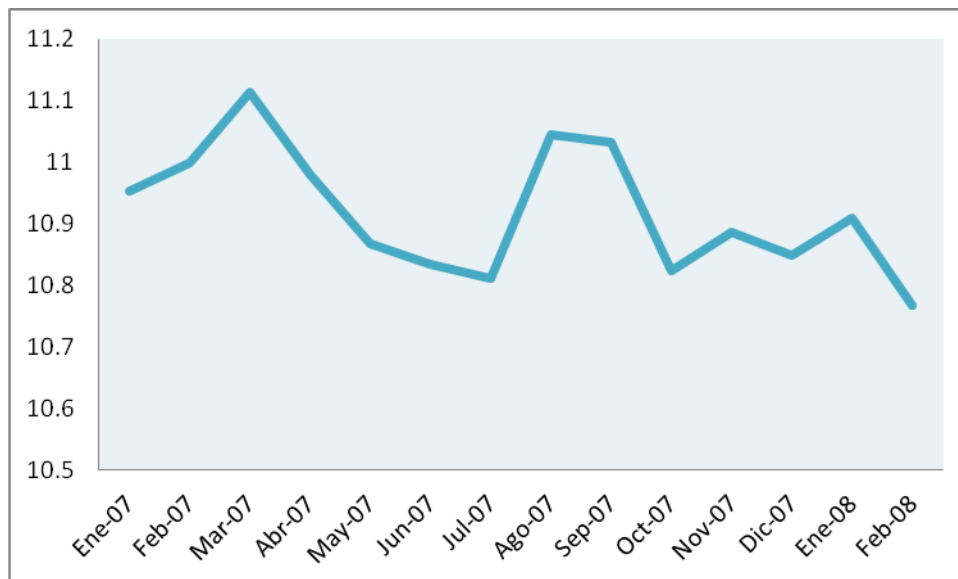
Mes	Cotización \$
Enero	10.9100
Febrero	10.7665
Marzo	10.7313
Abril	10.5154
Mayo	10.4352
Junio	10.3292
Julio	10.2155
Agosto	10.1095
Septiembre	10.6437
Octubre	12.6314
Noviembre	13.1140
Diciembre	13.4226

Fuente: Elaboración propia con base en datos proporcionados por Banxico tipo de cambio fix. www.banxico.org.mx

Recuperación financiera vía Fed.

La volatilidad observada en ambos mercados financieros (el estadounidense y mexicano) prevaleció en torno a los puntos de referencia de resistencia y piso de ambos índices, DJI e IPC, luego que los puntos de piso fueron rebasados a la baja en ambos indicadores se da la intervención directa de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED), a partir de la cual puede percibirse una recuperación en ambos mercados.

Gráfico III. 24 Tipo de cambio fix observado Enero 2007-Febrero 2008 (pesos por dólar)



Fuente: Elaboración propia con base en datos proporcionados por Banxico tipo de cambio fix. www.banxico.org.mx

Lo anterior es posible observarse, en el cuadro anterior, cuando el tipo de cambio refleja claramente, a partir de Marzo del 2008, el proceso de recuperación primero del indicador estadounidense DJI (que logró impulsar 1,288 pts el piso de 11,740 unidades en Marzo, para llegar a los 13,028 pts. En Mayo del 2008) y después del indicador mexicano IPC (el cual logró una recuperación de 6,442 puntos con respecto al piso alcanzado en Enero de 25,285 unidades para alcanzar los 31,726 puntos en Junio del 2008), producto de las intervenciones de la Reserva Federal y del rescate de Merrill Lynch precisamente el 14 de Marzo del mismo año. Esta recuperación vía Fed se percibió hasta Septiembre del 2008 cuando la banca de inversión inicia una serie de bancarotas después de la caída de Lehman Bross el 14 de Septiembre del mismo año. Esta fase de recuperación es denotada con un sombreado color naranja (Tabla III.12) y es claro cómo el peso comienza un proceso de ligera apreciación pasando de la cotización de \$10.7665 en Febrero a los \$10.6437 en Septiembre del 2008, es decir, una apreciación de 1.14% equivalente a una recuperación de 12 centavos de Febrero a Septiembre. Aunque puede parecer un margen relativamente pequeño o marginal, si los

montos invertidos son altos (generalmente suelen ser millones los montos invertidos) estos representan una muy buena recuperación

Es importante mencionar que durante este periodo la cotización del peso no rebasa del rango de los 11.3025 pesos por dólar que figura como la máxima cotización promedio observada, antes bien comienza a descender el mínimo promedio de cotización observado también en dicho periodo de tiempo de 10.7097, precisamente entre Febrero y Septiembre del 2008. Por lo cual se entiende que las perspectivas económicas y financieras se centraban en que el comportamiento del tipo de cambio se mantuviera en esa línea o con esa tendencia.

Expectativas sobre el tipo de cambio Cm Febrero 2008.

Ahora bien; Cm realizó operaciones con IFD denominados TARNs cuyas características se mencionaron en el apartado anterior (*Operaciones financieras de Cm con IFD*) y que, en general, consisten en inversiones denominadas como apuestas al comportamiento inverso de una variable macroeconómica o índice, en este caso la variable era el tipo de cambio y resulta claro que Cm realizó dichas operaciones esperando que la cotización del peso se mantuviera apreciando durante los próximos meses, luego de la intervención directa de la FED en los mercados financieros y luego del rescate de Merrill Linch, En otras palabras, estos dos puntos (intervención y rescate) y la consecuente recuperación gradual de los mercados financieros (reflejado en el tipo de cambio) fueron la base en la toma de decisiones de Cm en la operación de Tarn`s. Esto implica, necesariamente, que sus expectativas se centraban en la apreciación del peso que significaría la cotización del peso por debajo de los 11 pesos, y que por tanto, no tolerarían una depreciación por encima de los 11.3025 pesos, cotización promedio máxima observada desde 2004 hasta 2007.

Debido a todo lo anterior, es posible comprender los motivos de Cm que la impulsaron a realizar dichas operaciones (veintiún operaciones para ser exactos⁹³) cuando en el informe del Comité de auditoría menciona que los IFD

⁹³ Informe anual 2008 Comercial mexicana, Informe del Comité de Auditoría, www.comerci.com.mx

registrados ascendían a precios de mercado por \$US 232.6 millones, las cuales, se mantenían vigentes al 30 de Septiembre y se contrataron antes del 30 de Junio del 2008⁹⁴, buscando precisamente verse beneficiada de esta recuperación gradual.

Tabla III. 13 Cotización peso Enero-Diciembre 2009, México (pesos)

Mes	Cotización \$
Enero	13.8921
Febrero	14.5966
Marzo	14.6695
Abril	13.4367
Mayo	13.1621
Junio	13.3418
Julio	13.3654
Agosto	13.0080
Septiembre	13.4212
Octubre	13.2257
Noviembre	13.1094
Diciembre	12.8631

Fuente: Elaboración propia con base en datos proporcionados por Banxico tipo de cambio fix. www.banxico.org.mx

Cm mantenía las mismas expectativas, es decir, que el peso mexicano se mantendría apreciándose y que se mantuviera, como límite máximo tolerable, alrededor de la cotización máxima promedio anual de 11.3025. Por todo lo anterior resulta pues comprensible la concertación de veintiún operaciones financieras con TARNs en el periodo antes señalado y por dichos montos.

Crack bursátil y efectos adversos en Cm.

Sin embargo, en la Tabla anterior (Tabla III. 13) puede observarse el cambio radical en la cotización del peso, como consecuencia de la depreciación de los activos relacionados con la bursatilización de las hipotecas. Hasta ese momento el nivel de riesgo diseminado y contraído durante la sobredemanda en dicha bursatilización era inmensurable, característica inherente en la utilización de IFD como vehículos de liquidez o especulación aprovechándose en sobremanera de la capacidad de estos para separar los activos de sus

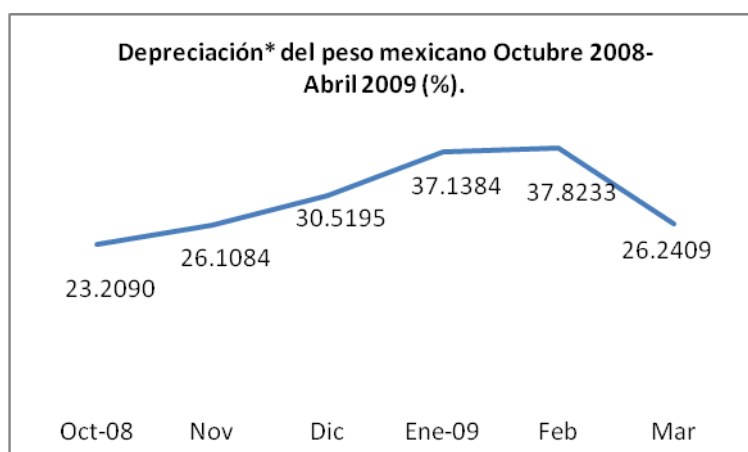
⁹⁴ *Ibíd.*

riesgos. No es hasta estas instancias, en el crack bursátil y en la consecuente crisis, que es posible conocer el nivel de riesgo asumido y transferido.

Todo lo anterior puede verse en la volatilidad de la cotización del peso en Octubre del 2008, reflejando así el estrés e incertidumbre experimentado por los mercados financieros después de la caída de Lehman Brothers en Septiembre del 2008 y el proceso de enormes depreciaciones de activos de otrora Instituciones financieras poderosas.⁹⁵ De hecho, el mes de Octubre representa una caída promedio mensual (con respecto a Septiembre) de poco más de 18% cuando pasó de \$10.6437 a \$12.6314 pesos por dólar, es decir, el peso en tan sólo un mes se depreció en poco más de 1.98 pesos y superó en casi 1.33 pesos el promedio máximo observado durante 2004-2007 situándose, por tanto, fuera del rango contemplado por Cm. Este período de turbulencia financiera iniciado en Octubre del 2008 y culminado en Marzo del 2009, significó un proceso de enormes depreciaciones de activos, fusiones y rescates bancarios, que implicaron fuertes golpes a otrora poderosos bancos de inversión como Fannie Mae, Freddie Mac, Morgan Stanley, entre otros. Pero que se desencadenó en Crack y más tarde en una recesión económica. El tipo de cambio entonces reflejó una creciente y apresurada depreciación de hasta 26%,30%, 37% y casi 38% en Noviembre, Diciembre, Enero y Febrero, respectivamente (Gráfico III.25)

⁹⁵ Merrill Lynch US \$ 1,400millones; Citigroup US \$18,000 millones; Morgan Stanley US \$1,400 millones. Vazquez....

Gráfico III. 25



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banxico.

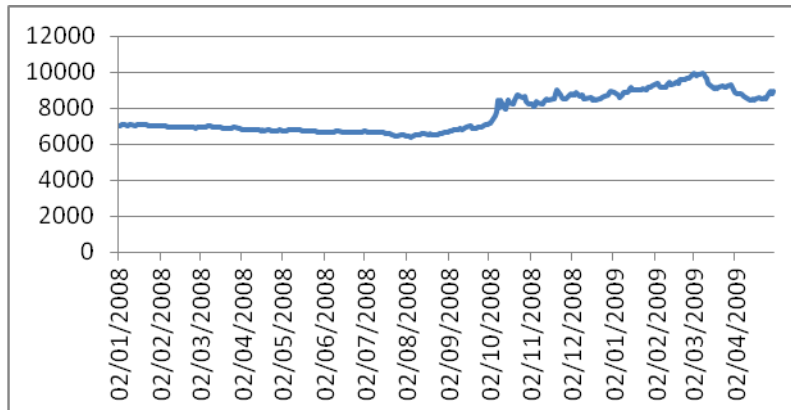
*/ La depreciación se mide con referencia a la cotización del tipo de cambio promedio del mes de Septiembre del 2008, debido a que es el último mes en que se dejan de percibir las repercusiones de la intervención de la Reserva Federal.

Cm fue impactada en su salud financiera debido a la fuerte relación de dos operaciones financieras relacionadas con el dólar americano; deuda contraída en dólares, y derivados, el monto de deuda de Cm vigente en dólares ascendía a US \$299.4 Millones⁹⁶ y el monto en valor de mercado de las operaciones con IFD vigentes de Cm a Junio del 2008 ascendían a US \$232.6 Millones⁹⁷. Visto de otra manera, Cm fue fuertemente afectada con esta turbulencia financiera y volatilidad cambiaria, misma de la que resultaba anteriormente beneficiada. Es decir, si bien Cm se percató y supo beneficiarse de los movimientos del dólar en años pasados, en 2008 y parte de 2009 pareció omitir la lectura de índices y factores clave incurriendo en grandes problemas de liquidez.

⁹⁶ La cantidad de US \$299.4 Millones comprometida en Deuda vigente de Cm estaba comprendida por; Bono emitido por dicha empresa con valor de US \$200 Millones con vencimiento en 2015, Carta de Crédito Garantía con Bancomer, S.A. por US \$52 Millones con vencimiento en 2009, Préstamo con JP Morgan por US \$30 Millones con vencimiento en 2009 y Carta de Crédito Garantía con Santander, S.A. por US \$17.4 Millones con vencimiento en 2009, ver detalles en el Cuadro III.9 Deuda a Largo Plazo, Cm al 31 de Diciembre 2009 de la sección II. a) Deuda del presente trabajo.

⁹⁷ Informe del Comité de Auditoría al Consejo de Administración de Cm. Mayo del 2009. Informe Anual Cm 2008. www.comerci.com.mx.

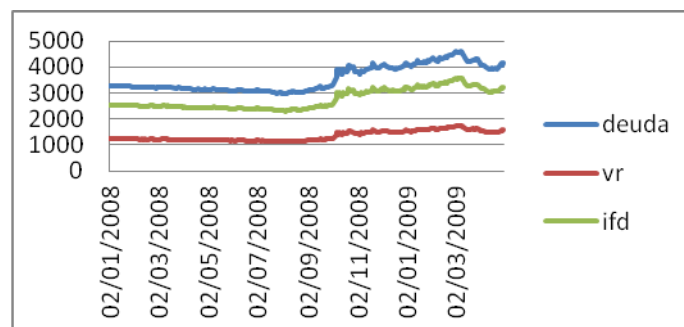
Gráfico III. 26 Evolución de la deuda e Instrumentos Financieros Derivados denominados en dólares, Cm 2008 -2009 (miles de pesos). 1.



Fuente: Elaboración propia con datos de Cm, Informe anual 2008.

La volatilidad el tipo de cambio, a partir de Octubre, y su impacto en Deuda y derivados (especialmente TARNs) de Cm puede verse en el gráfico anterior, Estos conceptos resultan altamente sensibles a dichos movimientos y cambian radicalmente su comportamiento a partir de dicho mes, luego de mostrar un comportamiento contrario en los meses anteriores. Dicho comportamiento lejos de frenar continúa hasta el primer trimestre del 2009, donde llegan a representar cerca de los 10 mil millones de pesos en ambos conceptos.

Gráfico III. 27 Evolución de la deuda, valores en riesgo e Instrumentos Financieros Derivados denominados en dólares, Cm 2008 -2009 (miles de pesos) 2.

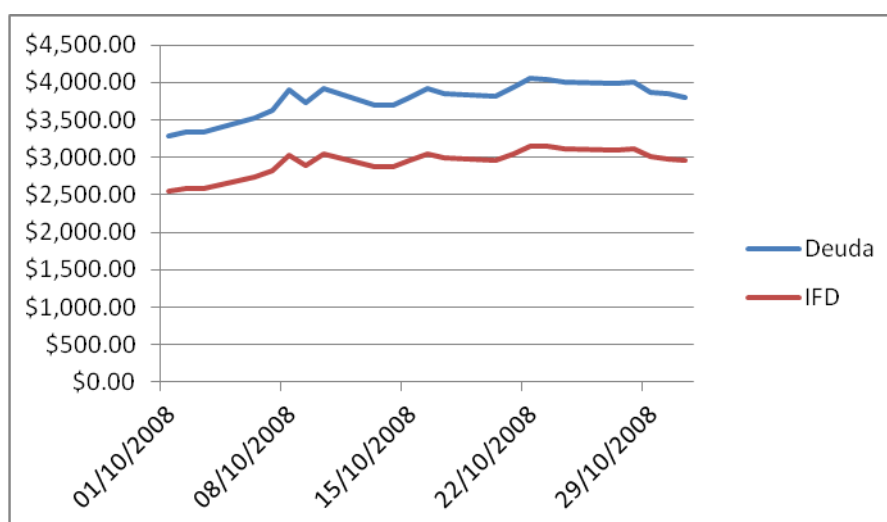


Fuente: Elaboración propia con datos de Cm, Informe anual 2008.

Den esta manera, ya en el gráfico anterior es posible ver que estos conceptos representan la mayor parte del monto total de desequilibrio en dólares de Cm, así como la importancia de Octubre en el tipo de cambio y sus consecuencias.

Por ejemplo, el 10 de Octubre del 2008 cuando el peso se depreció casi 20% (con respecto al 1 de Octubre del 2008) se incrementó la deuda y las operaciones con IFD por \$630.42 millones y \$489.76 millones, respectivamente⁹⁸. La intervención del Banco de México respecto a la inyección de 6mil millones de dólares significó una reducción de \$213.42 millones de pesos en la deuda en dólares y otra disminución de \$165.70 millones de pesos en IFD, al pasar de \$3,918.16 millones a \$3,704.87 millones en el concepto de deuda, mientras que en el concepto de IFD pasó de \$3,043.97 millones de pesos a \$2,878.26 millones de pesos (ver Tabla III.14).

Gráfico III. 28 Comportamiento de la deuda e Instrumentos Financieros Derivados en dólares de CM, Octubre 2008 (Millones de pesos).



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y del Informe del comité de auditoría en Informe Anual 2008 Comercial mexicana

⁹⁸ El monto incrementado en pesos tanto de deuda como en IFD de Cm resulta de restar el monto obtenido el 10 de Octubre del 2008 de \$3, 918.16 Millones de pesos menos la registrada en el 1 de Octubre del mismo año registrada por \$3, 287.74. El monto por concepto de Deuda resulta de multiplicar 299.4 * la cotización fix registrada del peso \$13.0867 el 10 de Octubre representando así un monto total de \$3, 918.16 Millones de pesos para dicha fecha, para el caso del 1 de Octubre el método fue igual sólo que este se multiplicó con el tipo de cambio de \$10.9811 registrada para ese día.

En cuanto a los IFD se tiene que también se restó el monto para el 10 de Octubre \$3, 043.97 Millones con el del 1 de Octubre \$2, 554.20, ambos multiplicados por US \$232.6 de dicho concepto por la cotización del peso/dólar para dichos días; \$13.0867 el 10 de Octubre y \$10.9811 para el 1 de Octubre.

En el cuadro siguiente puede verse mejor el comportamiento de Deuda y TARNs según la cotización diaria en el mes de Octubre del 2008, resaltando los días 7, 9 y 10 de dicho mes.

Tabla III.14 Comportamiento de la deuda y operaciones financieras denominadas en dólares de CM, de Octubre del 2008. (Millones de pesos).

Fecha	Total	Deuda	IFD
01/10/2008	\$5,841.95	\$3,287.74	\$2,554.20
02/10/2008	\$5,920.95	\$3,332.20	\$2,588.74
03/10/2008	\$5,915.20	\$3,328.97	\$2,586.23
06/10/2008	\$6,259.88	\$3,522.95	\$2,736.93
07/10/2008	\$6,447.63	\$3,628.61	\$2,819.02
08/10/2008	\$6,938.18	\$3,904.68	\$3,033.50
09/10/2008	\$6,619.84	\$3,725.52	\$2,894.31
10/10/2008	\$6,962.12	\$3,918.16	\$3,043.97
13/10/2008	\$6,583.13	\$3,704.87	\$2,878.26
14/10/2008	\$6,567.54	\$3,696.09	\$2,871.45
15/10/2008	\$6,766.61	\$3,808.13	\$2,958.49
16/10/2008	\$6,949.68	\$3,911.15	\$3,038.52
17/10/2008	\$6,834.87	\$3,846.54	\$2,988.33
20/10/2008	\$6,789.22	\$3,820.85	\$2,968.37
21/10/2008	\$6,981.60	\$3,929.12	\$3,052.48
22/10/2008	\$7,213.49	\$4,059.62	\$3,153.87
23/10/2008	\$7,183.33	\$4,042.65	\$3,140.68
24/10/2008	\$7,128.80	\$4,011.96	\$3,116.84
27/10/2008	\$7,080.02	\$3,984.51	\$3,095.51
28/10/2008	\$7,112.41	\$4,002.74	\$3,109.68
29/10/2008	\$6,870.35	\$3,866.51	\$3,003.84
30/10/2008	\$6,827.79	\$3,842.56	\$2,985.23
31/10/2008	\$6,763.05	\$3,806.12	\$2,956.93

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México y del Informe del comité de auditoría en Informe Anual 2008 Comercial mexicana www.comerci.com.mx

A manera de conclusión se puede mencionar lo siguiente: si bien Cm observó y aprovechó los periodos de bonanza económica-financiera (fase 1 Desplazamiento y fase 2 Sobredemanda, del modelo de la crisis financiera Minskyz-Kindleberger) percatándose de cada una de las señales expuestas en los apartados donde se hace alusión al contexto nacional y extranjero, a si como en los factores de riesgo dentro de la administración de riesgos financieros en los apartados anteriores, también descuidó y subestimó los contextos luego de la recuperación a través de la intervención de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que significó la inyección directa de liquidez para sostener al mercado financiero estadounidense y extranjeros, así como también el uso especulativo sin conocimiento pleno de IFD y las operaciones

que implican.(sobre todo las relacionadas con los IFD de segunda generación y en OTC). La definición de TARN, expuesta en la sección *Operaciones financieras de Cm con IFD*, se refiere a estos como instrumentos que permiten emitir una opinión acerca del comportamiento de una divisa (en este caso el peso contra el dólar) dentro de un rango determinado. Esto claramente relaciona a dichos instrumentos con la especulación, es decir, los TARN fueron utilizados por Cm como medio para especular (proveer liquidez al mercado con la finalidad de obtener rendimientos acorde al riesgo que se asume en dichas operaciones) con el comportamiento del peso mexicano en relación con el dólar americano dentro de un rango específico 10.7097 – 11.3025 (rango observado del 2004 al 2007), una vez que es roto dicho rango a partir de Octubre del 2008 con la caída de la Banca de Inversión presidida por la caída de Lehman Bross (seguida de Morgan Stanley, Citigroup, etc. y con ello la caída de los mercados financieros y la desaparición de la liquidez virtual alimentada por la sobredemanda de Instrumentos y bursatilización hipotecaria) las llamadas de margen dejan de ser cubiertas por parte de Cm por problemas de liquidez.

Posiblemente después del rescate de Merrill Lynch el 14 de Marzo del 2008 por parte de la Reserva Federal le infundió confianza y desapareció los temores por de Cm en cuanto al comportamiento de los mercados financieros en relación a la liquidez, sin embargo, el incremento en la inflación motivado por los precios de las gasolinas y de los hidrocarburos, a si como de los alimentos en ese año fueron desatendidos por parte de Cm en este proceso, que tendían a reflejar de alguna forma el comportamiento de nerviosismo de los mercados y economías a nivel mundial. En este contexto, el desprecio a los indicadores de inflación y el grado de liquidez virtual y los altos niveles de apalancamiento que estos representan terminaron por estallar en una falta de liquidez y altos niveles de deuda por parte de Cm.

2) Riesgo de Crédito

Una vez conocido el contexto en el que se desarrollaron las operaciones con IFD y sus fines especulativos, que conllevaron una deuda insostenible, conviene ubicar el monto de la consecuente deuda dentro de los factores del riesgo de crédito y la definición de riesgo de crédito. Si bien fueron revisados

montos y conceptos en el apartado correspondiente de Deuda, cuando se analizo la deuda en 2007 (antes) y la deuda del 2008 (después) y puede resultar repetitivo, resulta necesario ubicarlo dentro de la óptica de riesgo de crédito dado el proceso de identificación de riesgos financieros del primer paso de la administración que se revisa.

Partiendo de la definición del riesgo de crédito, expuesta en el capítulo II, como la pérdida potencial a consecuencia del incumplimiento de la contraparte en una operación que incluye un compromiso de pago, la cual se encuentra poco dispuesta o imposibilitada para cumplir con sus obligaciones contractuales. Este se cuantifica mediante el costo de reposición de los flujos de efectivo. Siguiendo dicha definición y aplicándola a Cm se tiene que esta se vio imposibilitada para hacer frente a sus obligaciones contractuales de crédito adquiridas en años posteriores y vigentes en 2008⁹⁹ debido a que su liquidez se vio afectada después de una serie de llamadas de margen producto de mantener posiciones abiertas con IFD TARNs.¹⁰⁰

Así mismo, se indicaban como factores de riesgo a; el riesgo de negociación y el riesgo de concentración de cartera. De estos dos factores el último sobresale por aplicarse en gran medida al caso de Cm, resulta oportuno recordar que Cm venia obteniendo beneficios del comportamiento del tipo de cambio en TARNs (2005; 575.728 Millones, 2006; 26.613 Millones, 2007; 360.301 Millones¹⁰¹) por lo que resulta evidente y lógico pensar que dichas operaciones lejos de cesar continuarían. Tan es así que en 2008 en Septiembre seguían vigentes veintiún operaciones con TARNs por un monto total de 235.6 Millones de Dólares, esto significaba que se realizaban, por montos importantes, operaciones especulativas ya que son operaciones distintas a las del giro de la empresa y

⁹⁹ Informe de Pricewaterhousecoopers para la Asamblea de Accionistas de Controladora Comercial Mexicana S.A de C.V. Nota 10 sobre los Estados Financieros Consolidados al 31 de Diciembre de 2008 y 2007. Informe Anual 2008 Comercial Mexicana. www.comerci.com.mx

¹⁰⁰ Íbid.

¹⁰¹ Estados Consolidados de Resultados al 31 de Diciembre de 2005, 2006 y 2007. Informe Anual 2005,2006 y 2007 Comercial Mexicana. www.comerci.com.mx

por otra parte que se venían acumulando (apalancando) una serie de TARNs que implicaban gran riesgo, considerando lo volátil del comportamiento del tipo de cambio y, por ende, las costosas llamadas de margen que requerían.

Lo anterior, aunado al nivel de endeudamiento de Cm producto de relacionadas con operaciones propias del giro de la empresa, le significaron un problema sensible. Volviendo a lo expuesto en el capítulo II en lo referente al endeudamiento y al apalancamiento, se decía que el nivel de estas era alto. Entre 2001 al 2007 Cm presentaba un nivel de apalancamiento, en promedio, considerable al ser 50% (en el mismo periodo) más elevado que el de Wal-Mart líder del sector. Mientras que para 2008 al 2010 este concepto se incrementó en 291% también con respecto a Wal-Mart. En las mismas circunstancias y periodos los niveles de endeudamiento representaron un 26% mayor en el primer periodo y un 82% más en el segundo. Ambos casos reflejan un empresa Cm dependiente del financiamiento externo cuyos activos circulantes no eran suficientes para absorber totalmente el nivel de la deuda contratada y que, por ende, los recursos extras obtenidos por operaciones financieras con TARNs permitían hasta 2008 (hasta Octubre del 2008) sostenerla. También el costo de la reestructuración de la deuda y la conversión de la deuda de largo exigible a corto plazo es observado a través de los altos niveles de 2008-2010 (Ver Gráfico III.6 Cm vs Wal-Mart 2001-2010, México; Cuadro III.5 Deuda de largo plazo exigible al corto plazo, Cm de Diciembre 2008).

Para cuantificar el riesgo financiero mediante el costo de reposición de los flujos de efectivo se debe recurrir al costo de reestructuración de nueva deuda, como se vio en el apartado B) Problemática II Deuda. Cuando se habló de la reestructuración planteada por Cm a sus acreedores de su deuda vencida, previo cancelaciones. Estas cancelaciones incluyeron las de garantías, deuda bancaria y bursátil, reserva prudencial etc. Así entonces, la cancelación de garantías colaterales, de deuda bancaria y bursátil suman un total de poco más 13,859 Millones de pesos, que contemplando la cancelación de intereses que representan más de 1,630 millones de pesos, la deuda cancelada por pagar asciende a más de 15,490 Millones de pesos (Ver Tabla III.5 Movimientos para registrar la deuda reestructurada), así como la reserva prudencial de 13,

083,244 Millones de pesos. La nueva deuda reestructurada representa así un costo total por 20,236 Millones de pesos, la cual incluye una comisión por reestructura de 1,090 Millones de pesos.

Por lo tanto, el costo de reposición de los flujos de efectivo de Cm propios del riesgo crediticio asciende a 19, 865,809 Millones de pesos.

A manera de conclusión del riesgo de crédito para Cm en 2010, se puede decir lo siguiente: Cm se tiene que esta se vio imposibilitada para hacer frente a sus obligaciones contractuales de crédito adquiridas en años posteriores y vigentes en 2008 debido a que su liquidez se vio afectada después de una serie de llamadas de margen producto de mantener posiciones abiertas con IFD TARNs. Detonado por el riesgo de concentración de cartera representada por la acumulación de operaciones con TARNs las cuales se venían significando beneficios dado el comportamiento del tipo de cambio observado, por lo que dichas operaciones lejos de cesar continuarían por montos importantes.

3) Riesgo Liquidez

El riesgo de liquidez asume dos puntos de vista; el primero “liquidez mercado/producto”: se presenta cuando una transacción no puede ser conducida a los precios prevalecientes en el mercado debido a una baja operatividad en el mercado, mientras que la segunda “flujo de efectivo/financiamiento”: se refiere a la incapacidad de conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios.

Liquidez mercado/producto: en el caso particular de Cm en dicho periodo puede verse este tipo de riesgo relacionado directamente con las operaciones con TARNs antes citadas. La baja operatividad de estos instrumentos y sus efectos de Cm puede verse en el periodo de exposición de 2004-2010. Siendo 2004-2007 el periodo de alta operatividad de dichos instrumentos, reflejado en el tipo de cambio, tasas de interés, exportaciones, etc. que le significaron muchos ingresos, tanto propios del giro de la empresa como ajenos este, estos últimos ingresos y montos pueden verse en la sección *El uso de derivados para especulación líneas arriba*. En el periodo que va de 2008-2010 claramente los indicadores macroeconómicos muestran una debacle fuertemente explicada

por la baja operatividad de los instrumentos bursátiles ligados a las hipotecas, que debido a que Cm se encontraba apalancada le significaron problemas serios, es decir, Cm vio imposible seguir realizando operaciones con TARNs a los precios (Tipo de cambio principalmente) y rendimientos observados en periodos pasados, debido en gran medida a que estos fueron objeto de sobredemanda y llegaron a ser accesibles a sectores con recursos limitados (subprime) y a la alta liquidez virtual creada alrededor de estos. Los efectos en deuda y relacionados con las llamadas de margen de estos instrumentos son visibles en la sección de riesgo de crédito.

Flujo de efectivo/financiamiento: En lo relacionado con la incapacidad de Cm por conseguir obligaciones de flujos de efectivo necesarios se tiene que, como se vio en las primeras secciones del presente capítulo *I. Situación de Cm 2001-2010*. Cm presentaba un comportamiento en la liquidez muy volátil (ver Gráfico III.7) que si bien en de 2004-2004 estaba acorde al comportamiento del líder del mercado el resto del periodo hasta 2007 se tornó inferior. De esta manera, Cm de 2001 al 2007 presentó problemas para generar liquidez con respecto al mercado, siendo casi 17 % inferior a la generada en promedio durante dicho lapso, y 31.4% menor del 2008-2010 con respecto al mercado. De hecho, la crisis inmobiliaria pegó de forma más dramática a Cm con respecto al mercado, ya que de 2008-2010 significó al líder de la competencia una caída en su liquidez de casi 13% mientras que para Cm representó un descenso en su liquidez del 28%, es decir, la caída en la liquidez de Cm fue 115 % mayor a la observada por el líder del mercado.

Lo anterior también es posible observarlo a través del Margen de Utilidad/Ventas. Mientras que Cm en 2001-2007 disminuyó en casi 30% del 2008-2010 disminuyó en poco más de un 175%. Así entonces, el impacto de la crisis representó una caída en el Margen de Utilidad sobre ventas de Cm del 2008 al 2010 del 219%, mientras que para Wal-Mart contrario a Cm, logró incrementarlas en poco más del 11% respecto al periodo anterior. La caída observada de 2001 al 2007 de más del 30% de Cm reafirma el hecho de que Cm baso su liquidez en forma considerable a través de los rendimientos

obtenidos (en dicho periodo) por las operaciones con TARNs, que a su vez influyeron también en su caída en el siguiente período.

En síntesis: la liquidez dependía en gran medida de los rendimientos provenientes de operaciones con TARNs, los cuales permitieron observar un comportamiento satisfactorio e importante durante los primeros años del 2000. Sin embargo, debido al apalancamiento observado por Cm con dichas operaciones y dado la baja operatividad como consecuencia de la crisis inmobiliaria que estos sufrieron, desencadenaron una serie de pérdidas significativas para la empresa.

4) Riesgo Operativo.

Este tipo de riesgo comprende las pérdidas potenciales resultantes de errores no intencionales, fraudes, sistemas inadecuados, controles defectuosos etc.

En el caso concreto de Cm el fraude es el punto clave de este tipo de riesgo, Se ha catalogado como tal debido a lo mencionado en el Informe del Comité de Auditoría al Consejo de Administración de Controladora Comercial Mexicana en lo relacionado a los eventos extraordinarios donde se menciona, en los puntos 4 y 5 que el Director Corporativo de Tesorería junto con el Especialista en Riesgos ocultaron información respecto a operaciones con TARNs al Director de Administración y Finanzas, estas operaciones (5 operaciones) representaron un monto total (valor en riesgo a precios de mercado) de US \$43.2 millones. En la concertación de dichas operaciones, por parte del Director Corporativo de Tesorería, este excedió las facultades que se le habían conferido, con lo que, aunado a la intención de ocultar la información correspondiente a dichas operaciones, las características que definen al fraude aplican totalmente. El fraude, así concebido por Jorion establece a este como las situaciones donde los operadores falsifican intencionalmente la información, es decir, errores intencionales.

Las medidas orientadas a la protección contra el riesgo operacional están encaminadas precisamente a evitar estas situaciones mediante la definición clara de responsabilidades con fuertes controles internos y la planeación regular de contingencias, en otras palabras; la medida consiste en establecer de forma clara y concisa las funciones de cada Dirección a fin de que se

cumpla cabalmente dichas funciones, además de establecer criterios y medidas para la supervisión continua del cabal cumplimiento de estas y el establecimiento de límites de estas. Resulta claro que no se llevaron a cabo estas medidas o semejantes para supervisar el cumplimiento de funciones dentro de la estructura corporativa de Cm, debido a la contratación a espaldas de estas operaciones y al ocultar información de estas por parte de dicho directivo, o en dado caso que estas medidas se establecieron no se les dio seguimiento de forma constante o regular.

En cuanto a los aspectos de valuación, concretamente los correspondientes al riesgo de modelo que se establece para valorar posiciones financieras, después de revisar lo antes expuesto en cuando a las condiciones y entorno económico y financiero desde 2004 al 2010 muestra que el modelo el modelo para la valuación de posiciones de Cm fue defectuoso, en gran medida porque se dejaron de considerar variables importantes para la estimación tales como precios de mercado de los TARNs y su relación directa con la cotización de la cotización del tipo de cambio. Líneas arriba se expuso cómo el tipo de cambio reaccionaba de acuerdo al modelo de crisis financieras de Minsky-Kindleberger y cómo este reaccionaba en cada una de las fases, las expectativas y de las intervenciones monetarias, estas últimas sostuvieron en gran medida el comportamiento del tipo de cambio pero fueron desatendidas la fortaleza y temporalidad de estas, provocando con ello problemas serios para Cm.

5) Riesgo Legal.

Este tipo de riesgo se presenta cuando una contraparte carece de autoridad legal o regulatoria para realizar una transacción. Lo cual puede generar conflictos legales entre los accionistas en contra de las empresas que sufren grandes pérdidas. El riesgo legal también incluye el riesgo regulatorio, el cual se refiere a actividades que podrían infringir regulaciones gubernamentales.

Cm enfrentó una serie de problemas legales tanto nacionales como extranjeros luego de la crisis suscitada a partir del último trimestre del 2008 y relacionada con operaciones de los ya mencionados TARN'S, dichos instrumentos financieros derivados operan en los mercados extrabursátiles denominados OTC y, aunque no están sancionados directamente por una cámara de

compensación, si están supeditadas a las leyes financieras y mercantiles que rigen dentro de nuestro país y, a su vez, en los países en que estas se realicen.

De esta manera Cm presenta dos momentos interesantes que pueden ser incluidos en el riesgo legal, por una parte y según el informe del Comité de Auditoría de Cm, la celebración de 5 operaciones con TARN'S realizadas por el Director Corporativo de Tesorería y el especialista en Riesgos infringieron la normatividad interna, los estatutos sociales, el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores y las funciones y facultades conferidas al Tesorero por parte de Cm.

Como consecuencia de todo lo anterior, cuando Cm incurrió en pérdidas con la operación de TARNs Cm se vio envuelta en una serie de demandas de sus acreedores por incumplimiento de pago de créditos bancarios e instrumentos de deuda a corto plazo, como contrapartes de Instrumentos Financieros Derivados. Cabe mencionar que Cm se encontraba involucrada en otras demandas, reclamaciones y juicios surgidos en el curso normal de sus operaciones, siendo estos de corte civil y fiscal¹⁰², sin embargo, en este caso se centrara la atención en los de corte mercantil y que acontecieron luego de las dificultades con operaciones de derivados.

A continuación se muestran las demandas de las que fue objeto fue Cm mediante juicio mercantil, en la siguiente lista se incluye los acreedores, los montos y en cuanto a los embargos precautorios estos se incluyen acciones representativas de subsidiarias, derechos sobre marcas registradas, cuentas por cobrar, cuentas bancarias e inmuebles. El monto demandado se le debe incluir el pago de intereses moratorios más gastos y costos. La mayoría de estas demandas están bajo un convenció de espera que vencía el 20 de Mayo del 2009.

¹⁰² Uno de los competidores de las subsidiarias de Cm promovió un juicio ordinario civil para demandarle, a esta , el pago de daños y perjuicios sufridos al no contar con la posibilidad de canjear los vales que proporcionalmente le habrían correspondido de habersele adjudicado la emisión de vales de despesa del GDF.

Cuadro: III. 6 Demandas de las que fue objeto Cm, Noviembre del 2008 – Marzo 2009.

<i>Acreedor/Contraparte</i>	<i>Fecha</i>	<i>Monto</i>	<i>Concepto</i>	<i>Observaciones.</i>
Contrapartes de IFD			Pago del importe de las reclamaciones de contrapartes de derivados	Estas demandas fueron interpuestas en New York, Estados Unidos, Cm se presentó para darse como notificada y se le fijó un plazo para que de respuesta de la misma.
BBVA Bancomer, S.A.	12 de Noviembre 2008	US\$35 Millones y US\$17 Millones	Pago de la emisión y posterior pago de las cartas de crédito	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm
HSBC México, S.A.	19 de Noviembre 2009	\$295,000	Falta de pago de un pagaré	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm
Bank of America, S.A.	5 de Diciembre 2008	\$ 822, 798	Certificados Bursátiles	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm
Bank of America, S.A.	8 de Diciembre 2008	\$ 347, 202	Certificados Bursátiles	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm
Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A de C.V.	21 de Enero 2009	\$105,032	Pago de Obligaciones quirografarias	El 16 de Abril del 2009 fue sentenciada Cm al pago de reclamos.
Bank of America, S.A.	12 de Marzo 2009	\$240,000	Certificados Bursátiles	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm.
Scotiabank Inverlat, S.A.	26 de Marzo 2009	\$ 250, 000	Falta de pago de un pagaré	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm
Banco Mercantil del Norte	31 de Marzo 2009	\$ 1, 000, 000	Falta de pago de un pagaré	Se emplazó a juicio y se embargó a Cm

Fuente: Nota 16 Contingencias, Notas sobre los Estados Financieros Consolidados 31 de Diciembre de 2008 y 2007. Informe Anual Cm 2008.

Conclusiones

Comercial Mexicana (**Cm**) es una empresa cuyo giro pertenece a la de las cadenas de Supermercados cuyo origen de capital (que la constituye) es, en su mayoría, de origen Nacional. Si bien en 1930 inicia operaciones en la Ciudad de México comercializando textiles, no es hasta 1962 que incursiona y se establece en el giro de los supermercados.

Cm combina la venta de mercancías generales nacionales (con mayor diversificación y en mayor número) con productos importados, tipo gourmet. La fortaleza de Cm radica precisamente en la venta de productos generales nacionales mediante su propia tarjeta de Crédito, cupones, pagos parciales y crédito de artículos de consumo duradero, comercialización de productos propios, monederos electrónico, ventas masivas por días y por temporada. Su capacidad, ventas, productos, utilidades, clientela y antigüedad (por mencionar algunos rubros) permiten colocarla dentro de las Tiendas de Autoservicio más importantes en México, ya que amén de lo anterior también es una Sociedad Bursátil al incursionar en la Bolsa Mexicana de Valores (desde 1992) y en la Bolsa de Valores de Nueva York, en Estados Unidos.

Cm permite, por todo lo anterior, aterrizar el papel de los supermercados en la Economía mexicana, su operatividad y los cambios que acontecen en dicho sector, así como las repercusiones (positivas y negativas) del desarrollo del entorno económico- financiero.

Comercial Mexicana en números; Situación 2001-2010.

La situación de Cm, vista a través de las razones financieras puede ser vista a partir de dos momentos; antes y después del 2008. De esta manera, desde 2001 hasta 2007 puede decirse que Cm mostró niveles de endeudamiento y apalancamiento altos con respecto al mercado, que le permitieron, en primera instancia generar un rendimiento acorde o cercano al observado en el mercado, pero que también era débilmente sustentada con una liquidez muy volátil haciéndose cada día más dependiente del financiamiento exterior, es

decir, del financiamiento suscrito a través de la deuda por medio de acreedores.

Para 2008 y años posteriores se vuelven más agudos estos problemas en torno a la liquidez y la dependencia al financiamiento externo. La liquidez de Cm disminuyó en poco más del 80% con respecto a lo observado durante los años previos, mientras que el MUN descendió más allá del 400%.

La Deuda de Cm se disparó de sobre manera después del 2008. Si bien en el período comprendido del 2001 al 2007 mostró un nivel de Apalancamiento superior al del líder del mercado en un 50%; es a partir del 2008 que este se dispara hasta en un 291%; poco más del cuádruple de lo observado en el periodo anterior. Algo similar ocurre con el Endeudamiento, esta se triplica en 2008 con respecto al mismo período de referencia, cuando en 2001-2007 era mayor en un 26.8% y después del 2008 significó un 82% más.

Deuda Comercial Mexicana 2007-2008.

La Deuda vigente en 2007 ascendía a poco más de 5 mil millones de pesos, la cual estaba integrada principalmente por dos Bonos y por una Obligación Quirografaria, por montos de 3 mil millones, poco más de 2 mil millones y 98 mil pesos, respectivamente sumando un total de \$5. 282 mil millones de pesos. Dicha Deuda representa, ya para 2008, el doble de lo registrado tan sólo el año anterior 2007, al pasar de \$5.282 a poco más de \$11.273mil millones de pesos. Esta última cifra obedece a que la Deuda de Largo Plazo de Cm se hizo exigible al Corto Plazo, producto de los problemas de liquidez que Cm enfrentó debido a que se vio imposibilitada para cubrir las llamadas de margen y el depósito de colaterales pactados en los contratos de Operaciones Financieras con Derivados (**OFD**) con **TARNs**, por lo que sus contrapartes decidieron dar por terminadas dichas operaciones siendo Cm objeto de varias demandas exigiendo el pago de la Deuda vencida.

Para hacer frente a dichas demandas Cm realizó una reestructura de la deuda vencida, previo acuerdo con la mayoría de sus contrapartes y acreedores, el acuerdo entre las contrapartes y acreedores con Cm significó la cancelación de: garantías colaterales, deuda bancaria y bursátil, de la reserva prudencial y

de los intereses por pagar, cuyo monto ascendió a más de \$26 mil Millones de pesos. De esta manera, la nueva Deuda Reestructurada representó un monto por casi \$20 mil millones de pesos, entre Deuda principal garantizada, Bonos emitidos, Deuda ligada a Activos, etc. La Deuda reestructurada comenzó a amortizarse en 2012 con montos relativamente pequeños, para realizar el pago más fuerte en 2016 y años posteriores.

Si bien los Instrumentos Financieros Derivados (IFD) tienen como una de sus facetas la de fungir como Instrumentos de Cobertura, también es cierto que la Especulación forma parte de otra, donde los contextos económico- financieros (Nacional y Extranjero) en que se celebren dichas operaciones jugaron un papel importante. Estos son abordados a través del Modelo de Crisis Financieras (Contexto Extranjero) y de la Identificación de Riesgos Financieros dentro del Proceso de Administración de Riesgos.

Contexto económico-financiero 2004-2010

El Contexto Internacional, visto a través del Modelo de Crisis Financieras De Minsky-Kindleberger, muestra cómo la Economía estadounidense se vio dentro de un proceso crítico financiero (cuyo origen fue el sector inmobiliario) que finalizó en una crisis económica sin precedentes, este proceso se desarrolló en cinco años, del 2004-2009. Dicho Modelo presenta este proceso a través de cinco fases; desplazamiento (Del 2004-2005), Sobredemanda (2005-2007), Malestar (Octubre 2007- Marzo 2008), Crack Bursátil (Mayo-Noviembre 2008) y Crisis financiera (2008 -2009).

En cada una de estas fases la crisis financiera inmobiliaria -originada en la bursatilización de las hipotecas- fue invadiendo a la economía estadounidense; Durante 2004-2005 (Desplazamiento) la economía estadounidense se ve impulsada por las nuevas oportunidades de inversión del sector inmobiliario, que a su vez impulsó al mercado accionario y de bonos, luego de la bursatilización antes mencionada. Una vez dinamizada la economía y los mercados financieros sobreviene una euforia compradora (Sobredemanda) de títulos inmobiliarios que se caracteriza por ser plenamente especuladora y que confirma la continuidad de dicha pujanza económica, se da entonces un círculo

virtuoso: pujanza económica-especulación financiera-pujanza económica. Esta situación continúa siempre que las ganancias especulativas no impliquen la existencia de un exceso de demanda. Es precisamente cuando los precios de mercado de dichos títulos llegan a ser tan altos que dejan de ser realizables y por tanto aparecen dudas de su sostenibilidad (Malestar), especialmente cuando dada la euforia compradora llega a permitir a sectores subprime adquirir dichos títulos. En dichos momentos la falta de liquidez se hace presente en los mercados financieros y obliga a la Banca Central a intervenir en su función de prestamista de última instancia para proveer la liquidez necesaria para evitar el pánico financiero, lo que aliviará el malestar o sólo administrará en lo posible la caída de los mercados. En este sentido Kindleberger señala que el Crack bursátil es provocado con la caída de una entidad bancaria o financiera, misma que acontece con la caída de Lehman & Brothers incluyendo golpes a otrora poderosos bancos de inversión.

La especulación (a través de la innovación financiera) hace crecer la liquidez y el crédito que logra “financiarizar” los activos reales arrastrándolos hacia un proceso de incremento de los precios de los activos, mismo que incide directamente en consumo interno del país. De esta manera el carácter especulativo del incremento de los precios le da un carácter ficticio a la creación de la riqueza de los mercados, que cuando se hace presente a toma de ganancias de forma generalizada (por parte de los inversionistas) desaparece el exceso de riqueza financiera y de sobreinversión real, lo cual castiga de sobremanera el consumo interno.

El Modelo de crisis financieras de Minsky-Kindleberger permite observar la Volatilidad financiera y económica, los serios problemas de liquidez y las restricciones de crédito que caracterizaron el entorno económico y financiero extranjero del 2004 al 2009, el cual permeó a la economía mundial y, por consiguiente, a la economía mexicana.

El proceso de Administración de Riesgos; Identificación del Riesgo Financiero de Cm.

El proceso de Administración de Riesgos tiene como finalidad el asegurarse de que todo Inversionista (Persona moral y/o física) no sufra pérdidas económicas inaceptables, concretamente para Cm en nuestro caso, así como el mejoramiento de su desempeño financiero, tomando en cuenta el rendimiento ajustado por riesgo. Por lo tanto la identificación del riesgo, el primer paso de este proceso, permite tener el conocimiento del contexto nacional en el cual se desarrollaron y tomaron las decisiones entorno a las OFD prestando especial atención, dentro del Riesgo de Mercado, al factor de Tipo de cambio por ser este la variable macroeconómica que está íntimamente relacionada con Cm por las operaciones con TARN's.

La identificación del riesgo financiero consiste en conocer las fuentes de riesgo a las que se encuentra expuesto Cm, dichas fuentes de riesgo permiten catalogarlas dentro de los cinco principales riesgos financieros, a saber; Riesgo de Mercado, Riesgo de Liquidez, Riesgo de Crédito, Operativo y Legal.

Riesgo de Mercado

Atendiendo a dicho orden el Riesgo de Mercado fue identificado a partir de sus factores o fuentes de Riesgo; Tasa de Interés y Tipo de Cambio.

En cuanto a la tasa de Interés de referencia de México debe notarse cómo esta resulta más alta (de 2004-2007) que la estadounidense, debido a dos aspectos; primero, la economía estadounidense del 2004 al 2007 venía observando una relajación en su política económica motivada por la presencia abundante de liquidez, dado el boom inmobiliario, que permitió el acceso sin problemas a créditos. Si bien la economía mexicana también se vio favorecida en este contexto y también redujo su tasa de interés de referencia, el diferencial de estas volvió atractiva a México reflejado en la IED. El año 2008, sin embargo, significó para ambos países problemas serios entorno a la liquidez, haciendo que dicho diferencial se redujera considerablemente. Esto se tradujo, para México claro está, en una reducción importante de IED.

El tipo de Cambio y su relación con Cm

El Tipo de Cambio está íntimamente relacionado con Cm por ello su comprensión permite comprender también las consecuencias, tanto positivas como negativas, de las OFD suscritas por dicha empresa. De 2004 y hasta casi todo 2008 México vio fortalecido su peso contra el dólar gracias a factores como; incremento de exportaciones (manufactureras, petroleras, etc,) Incremento en remesas familiares provenientes de Estados Unidos y el incremento de la IED, los cuales aunada al incremento del diferencial entre las tasas de interés de México y Estados Unidos y el apetito de riesgos motivado por la bonanza económica y financiera, permitieron incrementar las Reservas Internacionales.

En el año 2008 incidieron profundamente los factores ya mencionados, siendo la aversión al riesgo el principal motivo. Si bien la bonanza financiera y económica había llenado de júbilo y grandes esperanzas la economía estadounidense y luego la economía mundial, la liquidez ficticia creada habían acabado con todo ello luego de la toma generalizada de ganancias. La bursatilización creciente había demostrado que los precios de los títulos eran insostenibles y difíciles de realizarse, las ganancias especulativas sustentaron un exceso de demanda con lo que había generado un proceso de contracción, esto debido a que la especulación incide fuertemente en la Inversión y el consumo. Cuando los inversionistas entran en pánico se dan a la tarea de tomar las ganancias de forma masiva, generando con ello caos.

Desde el malestar financiero el consumo y la inversión comenzaron a incidir la actividad económica, por lo que la intervención de la FED no se hizo esperar. Esta intervención permitió al peso recuperar un poco del terreno perdido, sin embargo, no fue suficiente para el nivel de liquidez y riqueza ficticia. Al estallar la burbuja especulativa los mercados volvieron a buscar la seguridad de los Bonos del Tesoro americano, con lo que el dólar comenzó a fortalecerse y los mercados de economías como la mexicana comenzaron a resentir el desapalancamiento. Así entonces, todos aquellos factores que habían fortalecidos al peso se revirtieron, con lo que comienzan las restricciones de liquidez y crédito a agudizarse luego de que se venían presentado desde la

fase de malestar, La fuente de generación de dólares para la economía mexicana comenzaron a agotarse (remesas familiares, IED, exportaciones)

El tipo de cambio fue la variable económica esencial tanto en el desarrollo y obtención de los beneficios, como de los resultados inesperadamente negativos que incidieron en la salud operativa de Cm. Lo anterior es así debido a que los Instrumentos con los cuáles se realizaron las OFD están intrínsecamente ligados a dicha variable macroeconómica y que la estrategia claramente iba orientada a la apreciación del peso, es decir, Cm expresó (mediante IFD, TARN's) su perspectiva acerca del comportamiento del Tipo de Cambio, el cual se cotizaría en el rango de \$11.3025 y \$10.7097, como cotizaciones máxima y mínima, respectivamente. El análisis y administración de riesgos indicó en su momento que así se comportaría la cotización del peso respecto al dólar y el contexto extranjero (visto a través del Modelo de Crisis financiero) así lo muestran claramente, también lo corroboran la identificación del riesgo financiero y sus factores, ambos dentro del período del 2004 al 2007 en el boom inmobiliario; y luego con la recuperación vía FED. Estas razones y lo observado en dichos contextos motivaron la decisión de Cm para otorgar liquidez al mercado financiero con miras a obtener ganancias, mismas que consiguieron hasta 2007.

Si bien los derivados fueron contratados por Cm en antaño con fines de cobertura, específicamente en lo que atañe a operaciones para asegurar el precio de compra de mercancía y pasivos ligados a tasa de interés, etc. también es cierto -y así lo demuestra los Estados Financieros propios de la empresa- que Cm realizó OFD con TARN'S para generar una rentabilidad propia del entorno financiero y económico en sintonía con las operaciones de cobertura, con pleno conocimiento y aprovechándose del entorno nacional y extranjero, pero que subestimo a partir del 2008 luego de la recuperación de los mercados financieros a través de la intervención directa de la FED vía inyección de liquidez. Como señala Jorion, el riesgo es concebido como dispersión de resultados inesperados, por lo que toda desviación (tanto positiva como negativa) son motivos de atención ya que representan alarmas a atender, esto es así, porque inciden directamente en la salud financiera de la empresa

Riesgo de Liquidez y de Crédito.

Las Razones Financieras mostraron que para 2001-2007 Cm venía realizando OFD mismas que le permitían tener una rentabilidad (ROE y ROI) acorde al mercado cuando su Liquidez era muy volátil y presentaba, a su vez, un alto grado de Endeudamiento y Apalancamiento (sino que el más grande del Sector). A sí entonces, las ganancias obtenidas de dichas OFD le permitieron tolerar dicho grado de pasivos y poder seguir compitiendo dentro de su sector desde 2004 al 2007. Sin embargo, A partir de 2008 todo lo anterior cambia de forma drástica, a tal grado de que Cm lejos de verse beneficiada de dichas Operaciones termina por ser perjudicada en la liquidez y aumento exponencial de pasivos (ya de por sí altos), etc.

En otras palabras; Cm se encontraba altamente apalancado con Instrumentos Financieros TARN, por lo que la baja operatividad de mercado de estos (observado durante 2008) impidió que estas transacciones se realizaran a los precios de mercado antes observados, haciendo que las pérdidas fueran considerables. Si se suma a lo anterior, la incapacidad por parte de dicha empresa para generar flujos de efectivo necesarios para su operatividad (vía ventas u operaciones propias de su giro) manifestada ya desde el 2001 en una razón de Liquidez altamente volátil y un MUN baja con respecto al mercado, el cuadro manifiesta serios problemas operativos que inciden en la salud financiera de la empresa luego de que en 2008 estas se agudizaran.

Por todo lo anterior y a la luz de las razones financieras, así como de los contextos Nacionales y el extranjero, se entiende que la motivación principal de Cm (al realizar OFD con TARNs) era la de competir de forma directa con el principal rival del sector (Wal-Mart) al observar que su liquidez y MAUN estaba por debajo de esta, por lo que estas operaciones financieras le permitía mantener una rentabilidad acorde del sector, hasta poco más del primer semestre del 2008. Resulta notorio cómo el comportamiento de la estabilidad y salud financiera de Cm cambia radicalmente antes y después de la crisis financiera mundial con origen en Estados Unidos y ligada fuertemente a los mercados financieros derivados a partir de dicho año. Sus circunstancias y momentos obedecieron a estrategias que, la identificación de riesgos permite

observar, fueron fundadas en las perspectivas a favor de que la depreciación del dólar americano continuaría y más después de la intervención del FED con la inyección directa de liquidez y, en su momento, la efectuada también por Banxico.

La competencia, desesperada en algún momento, tuvo que influir de forma importante para que Cm subestimara los contextos económicos y financieros, luego de la toma masiva de ganancias por parte de inversores y el pánico generalizado. El nivel de endeudamiento adquirido en dicha competencia con el líder del mercado significó uno de los detonantes que acabaron por hundir más a Cm. La dependencia por el financiamiento externo, las OFD como medio para generar utilidades y liquidez suficiente para realizar las transacciones ya mencionadas incidieron en sobremanera.

.....

Por lo tanto, respondiendo a la hipótesis en lo relativo a que Cm denota un desconocimiento del entorno económico-financiero durante la realización de OFD, en 2008 luego de la Intervención de la FED que alimentó más la burbuja especulativa financiera. Y que si bien supo leer los indicadores financieros y económicos en un principio, los subestimó después.

La incógnita que aparecía en un comienzo resulta develada, a saber: las razones que impulsaron a Cm a realizar OFD entorno al tipo de cambio con TARNs, El principal motivo fue, como queda evidenciado, la intención de mantenerse en línea con el sector y más claramente compitiendo directamente con Wal-Mart. Luego de que Cm es altamente dependiente de los recursos provenientes del exterior y que la liquidez era altamente volátil (ya desde el 2004) y el hecho de que su MUN resultaba inferior al del líder del sector, los IFD representaban una forma para mantenerse en el sector.

El SFM ofrece un conjunto de oportunidades de inversión y de crédito al alcance de los agentes económicos, según las características de sus necesidades y de los fines u objetivos que éstos persigan. Cm se inclinó por el financiamiento a través de la deuda donde si existe dicha obligación contractual de pago de intereses y principal, en vez del financiamiento a través de acciones

comunes de la empresa en el cual no existen dicha obligación contractual. Por lo que el financiamiento por medio de capital resulta más seguro y sano, mientras que por medio de deuda es más viable siempre que existan condiciones óptimas de liquidez y una buena situación financiera, sobre todo en la cuestión de rentabilidad.

Cm optó por la inversión en el sector de las IFNB, para ser específicos con Instrumentos derivados en el mercado de derivados. Si bien el motivo principal de realizar OFD era la cobertura, también es cierto que las operaciones enfocadas a la especulación ya que significaron una oportunidad importante para obtener recursos económicos y financieros que le permitió hacer frente a sus necesidades en cuanto a liquidez y cumplir con sus compromisos de deuda, siempre que el contexto financiero-económico lo permitió. Cm se encontraba fuertemente apalancada con IFD y, por ende, altamente sensible al contexto económico y financiero de estos instrumentos.

Las características y estatus financiero de Cm la presentaron como una empresa con problemas serios de endeudamiento y para generar liquidez que después se agudizó de sobremanera a partir de 2008. El endeudamiento asumido por ella no era recomendable y, sin embargo, optó por este como un medio para seguir dentro de la competencia en el sector que pertenece su giro. Cabe mencionar que no fue la única empresa que se vio involucrada en dichas operaciones y con la misma pretensión (de especulación), pero sí se vio altamente castigada por la volatilidad de sus liquidez y lo fuertemente apalancada que se encontraba.

Así entonces, la importancia de la Administración de Riesgos financieros debe llevarse de forma constante y siempre supervisada sin descanso y sometida a controles y revisiones permanentes. Concientizar a los Inversionistas sobre las opciones de financiamiento e inversión a su alcance y acorde a su realidad financiera. Mostrar la relevancia y el crecimiento del Mercado de Derivados en México, así como el uso responsable y consciente de los IFD, y, por último, dimensionar la Importancia de las Tiendas de Supermercado, como Cm, en México.

Anexos de Tablas, Gráficos, Figuras y Cuadros.

Índice

Capítulo I.

Tablas

No. Tabla	Título	Pág.
I.1	<i>Principales Mercados de Futuros Internacionales</i>	40
I.2	<i>Principales Mercados de Opciones Internacionales</i>	41
I.3	<i>Mercados de Derivados 1989-2008</i>	50
I.4	<i>Concentración de Derivados por bancos comerciales</i>	51
I.5	<i>Distribución de contratos de Derivados por 25 megaconglomerados financieros</i>	51
I.6	<i>Estructura del Fideicomiso Asigna</i>	57

Gráfico

No. Gráfico	Título	Pág.
I.1	<i>Mercados de Derivados 1989-2008</i>	50

Cuadros

No. Cuadro	Título	Pág.
I.1	<i>Análisis FODA de los IFD</i>	47
I.2	<i>Estructura de Asigna</i>	58

Capítulo II

Gráficos

No. Gráfico	Título	Pág.
II.1	<i>Riesgo Sistemático y No sistemático</i>	66
II.2	<i>Rendimiento-Riesgo</i>	72

Figuras

No. Figura	Título	Pág.
II.1	<i>Riesgo Financiero</i>	67
II.2	<i>Interconexión de los diferentes tipos de riesgos</i>	79
II.3	<i>Cuantificación del riesgo demercado</i>	80
II.4	<i>Administración de riesgos financieros y alta dirección</i>	81
II.5	<i>Proceso de Administración de riesgos financieros</i>	82

Cuadros

No.	Título	Pág.
II.1	<i>Instrumentos de Inversión en el Mercado de Dinero</i>	87
II.2	<i>Instrumentos de Inversión en el Mercado de Capitales</i>	89
II.3	<i>IFD listados en el MexDer Octubre 2008</i>	91
II.4	<i>Tipo de riesgo e instrumentos derivados.</i>	95

Capítulo III

Tablas

No. Tabla	Título	Pág.
III.1	<i>Unidades económicas en los ramos comerciales en México, 1993 y 1998.</i>	103
III.2	<i>Tiendas de Autoservicio más importantes y origen de su capital, México 1993.</i>	105
III.3	<i>Centros de Distribución y Capacidad de almacenamiento, Cm México, 2009 (m2).</i>	112
III.4	<i>Participación de las principales cadenas en el mercado de autoservicio, México 2007-2010 (%).</i>	113
III.5	<i>Movimientos para registrar la deuda reestructurada, Cm. 2010 (miles de pesos).</i>	129
III.6	<i>Estructura de la nueva Deuda ,Cm 2010(miles de pesos).</i>	130
III.7	<i>Características de la nueva Deuda Consolidad de Cm, 2010 (miles de pesos).</i>	132
III.8	<i>Amortizaciones de la Nueva Deuda, Cm 2012-2018 (miles de pesos).</i>	134
III.9	<i>Amortizaciones de Cebures, Cm 2012-2017 (miles de pesos).</i>	135
III.10	<i>Cotización promedio anual de peso, México2004-2007.</i>	170
III.11	<i>Cotización del peso, México Enero-Diciembre 2007 (miles de pesos).</i>	171
III.12	<i>Cotización del peso, México Enero-Diciembre 2008 (miles de pesos).</i>	172
III.13	<i>Cotización del peso, México Enero-Diciembre 2009 (miles de pesos).</i>	175
III.14	<i>Comportamiento de la Deuda y Operaciones Financieras denominadas en Dólares, Cm Octubre 2008(millones de pesos).</i>	180

Gráficos

No. Gráfico	Título	Pág.
III.1	<i>Preferencias de los consumidores por establecimiento, México 1998 (%).</i>	102
III.2	<i>Gasto de los hogares mexicanos.</i>	106
III.3	<i>Contribución porcentual de los formatos de venta al menudeo de CCM, México 2009.</i>	113
III.4	<i>Ventas Totales por Supermercados, 2004-2010 (%).</i>	114
III.5	<i>Utilidad Neta 2004-2010 (miles de pesos).</i>	115
III.6	<i>Cm vs WalMart 2001-2010, México (%).</i>	118
III.7	<i>Cm vs WalMart 2001-2010, México (%) Liquidez y MUN.</i>	120
III.8	<i>Razón Cobertura de CM vs WalMart, México 2004-2010.</i>	121
III.9	<i>Utilidad de Operación vs Deuda, Cm 2004-2009. Porción de los ingresos de Cm para el pago de Deuda contraída 2004-2009.</i>	122
III.10	<i>PIB, México 2003-2010, Crecimiento porcentual anual.</i>	145
III.11	<i>Remesas Familiares, Millones de Dólares americanos, mensuales 2005-2006.</i>	146
III.12	<i>Índice de confianza del Consumidor, México 2004-2008 (Enero 2003=100).</i>	147
III.13	<i>Compensación por Inflación y Riesgo inflacionario en Bonos de Largo Plazo, México 2003-2007, (%anual).</i>	148
III.14	<i>Exportaciones Manufactureras, México 2007-2011.</i>	152
III.15	<i>Tasa de Interés de valores gubernamentales, México 2003-2010 (Variación %anual).</i>	155

III.16	<i>Tasa de Interés , Estados Unidos 2008 (variación anual).</i>	155
III.17	<i>INPC, México 2004-2007 (%anual).</i>	156
III.18	<i>Diferencial de Tasa de Interés entre México y Estados Unidos, 2008 (%).</i>	156
III.19	<i>Reservas Internacionales, México 2005-2011 (Miles de millones de dólares).</i>	160
III.20	<i>Cotización del peso mexicano respecto al dólar estadounidense, Enero-Septiembre 2008.</i>	161
III.21	<i>Cotización del peso/dólar, México Septiembre 2008-Septiembre 2009.</i>	162
III.22	<i>Tasa de Interés Intercambiara a 1 día, México 2003-2011 (%).</i>	162
III.23	<i>Variación de las Reservas Internacionales, subasta semanal de dólares en el mercado, 10 de Octubre 2008-27 Febrero 2009 (Dólares americanos).</i>	166
III.24	<i>Tipo de Cambio Fix, México, Enero 2007- Febrero 2008 (peso/dólar).</i>	173
III.25	<i>Depreciación del Peso mexicano, México. Octubre 2008-Abril 2009 (%).</i>	177
III.26	<i>Evolución Deuda, valores en riesgo e Instrumentos Financieros Derivados denominados en dólares Cm, 2008-2009 (miles de pesos) 1.</i>	178
III.27	<i>Evolución Deuda, valores en riesgo e Instrumentos Financieros Derivados denominados en dólares Cm, 2008-2009 (miles de pesos) 2.</i>	178
III.28	<i>Comportamiento de la deuda e IFD en dólares de Cm, Octubre 2008 (millones de pesos)</i>	179.

Cuadros

No. Cuadro	Título	Pág.
III.1	<i>Estructura Operativa CM</i>	109
III.2	<i>Formatos de Venta de Cm</i>	111
III.3	<i>Razones financieras CM y Wal-Mart 2001-2010</i>	117
III.4	<i>Deuda CM al 31 de Diciembre 2007 (Miles de pesos mexicanos)</i>	124
III.5	<i>Deuda de largo plazo exigible al corto plazo, CM al 31 de Diciembre 2008 (miles de pesos)</i>	127
III.6	<i>Demandas de las que fue objeto Cm, Noviembre2008- Marzo 2009.</i>	189

Glosario de Abreviaturas.

Abreviatura	Significado
AMIB	Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
ANTAD	Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales
ASIGNA	Cámara de compensación del MexDer
BM-Banxico	Banco Central de México
BMV	Bolsa Mexicana de Valores
CBOT	Mercado Organizado de Opciones y Futuros/ Chicago Board Of Trade
Cebures	Certificados Bursátiles
Cm	Comercial Mexicana
CME	Chicago Mercantil Exchange
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
FED	Reserva Federal de Estados Unidos/ Banco Central estadounidense
HME	Hipótesis del Mercado Eficiente
IED	Inversión Extranjera Directa
IFB	Instituciones Financieras Bancarias
IFD	Instrumentos Financieros Derivados
IFNB	Instituciones Financieras No Bancarias
INPC	Índice Nacional de Precios Al Consumidor
KC	Capital Contable
MexDer	Mercado Mexicano de Derivados
MUN	Margen de Utilidad Neta
OFD	Operaciones Financieras con Derivados
OTC	Over The Counter/ Mercado extrabursátil
PIB	Producto Interno Bruto
ROE	Rendimiento sobre Fondos Propios
ROI	Rendimiento sobre Inversión
SFM	Sistema Financiero Mexicano
SHCP	Secretaría de Hacienda y Crédito Público
TARNs	Target Accrual Redemption Notes
TCm	Tiendas Cm
TIIE	Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio

Bibliografía:

1. **ALLEN L, Webster.** Tr Yelka Maria Garcia “*Estadística aplicada a los negocios y a la economía*”. Santa Fe de Bogotá; México: Irwin/McGraw-Hill, c1998.
2. **CRAWFORD, George. BIYUT, Sen** *Derivatives for decision makers: strategic management issues*, New York : J. Wiley, c1996
3. **CORREA, Eugenia.** “*Los mercados financieros y la crisis en América latina*”, México: UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 1992.
4. **DE LARA Haro, Alfonso.** “*Productos Derivados Financieros; Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos.*” Ed. Limusa (Noriega Editores – México) 2007.
5. **DE LARA Haro, Alfonso.** “*Medición y Control de Riesgos Financieros*” Ed. Limusa (Noriega Editores) México 2001.
6. **DIAZ, Mondragón Manuel.** “*Mercados financieros de México y el mundo: instrumentos y análisis.*” México: Gasca-SICCO, 2006.
7. **EHRHARDT, Michael C. Et al.** “*Finanzas Corporativas*”. México: Thomson, c2007.
8. **GRINBLATT, Mark.** Et al. Traducción de traductores Guillermo Fernández-Cuartero Et al. “*Mercados financieros y estrategia empresarial*”. Madrid; México: McGraw-Hill, 2003.
9. **JORION, Phillipe,** “*Valor en Riesgo; el nuevo paradigma para el control de riesgos con derivados*”. México, Limusa, 2000, 355pp.
10. **MORALES Nájjar, Isaías.** Catedrático de la Facultad de Economía en Finanzas Bancarias. “*La intermediación financiera en México; Comparativo de actividades*”. México, D.F. Noviembre del 2014.
11. **ORTIZ Soto, Oscar Luis.** “*El Dinero, La Teoría, Las Políticas y Las Instituciones.*”, Facultad de Economía UNAM 2001, 1era Edición.
12. **PASCALE, Ricardo.** “*Decisiones Financieras*”; 3era Edición, Ediciones Machi; Argentina, 1999.

13. **PREGEL, Gert.** Et al. *“Instrumentos financieros al servicio de la empresa”* Madrid: Deusto, 1990
14. **ROSS, Stephen A,** et al. *“Finanzas corporativas”*. México: McGraw-Hill Interamericana, c2000.
15. **SGROI, Alberto Salvador, et al.** *“Mercados financieros internacionales: la interpretación de un nuevo mundo”*,_Buenos Aires: O. D. Buyatti 1998
16. **SOTO Esquivel, Roberto.** *“Especulación e innovación financiera: Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México.”* México Ed. Miguel Ángel Porrua. 1era Edición, 2010. 332 Págs.
17. **VÁZQUEZ Sánchez, Jorge.** El comportamiento del precio de las acciones y recesión económica. EEUU Y México. En Problemas del Desarrollo; revista latinoamericana de economía. Vol.41, núm. 160, enero-marzo 2010.
18. **VENEGAS Martínez, Francisco.** *“Riesgos financieros y económicos: Productos derivados y decisiones económicas bajo certidumbre.”* México. Ed. Thomas Learning 1era Edición 2006. 1139 págs.
19. **VERCHIK, Ana,** *“Derivados financieros y de productos: una visión más completa de los negocios”*. Buenos Aires; México. Macchi c 2000.

Hemerografía:

1. **MORALES Castro, José Antonio,** *“Análisis de los instrumentos derivados en la Bolsa Mexicana de Valores: reducción de riesgos financieros de las empresas y especulación.”* En: *Revista Economía Informa* núm. 361, Noviembre – Diciembre 2009. Págs. 112 -125.
2. **REYES Zárate, Francisco Javier.** *“Consideraciones acerca de la administración de riesgos en México”*. En *Economía Informa* núm. 305, Marzo 2002. Págs. 49 – 52.

Páginas web:

1. **Bolsa Mexicana de Valores** <http://www.bmv.com.mx>
2. **El economista:** <http://eleconomista.com.mx>
3. **El financiero:** <http://elfinanciero.com.mx>
4. **El Universal:** [http:// www.eluniversal.com.mx](http://www.eluniversal.com.mx)

5. **Expansión:** <http://www.cnnexpansion.com>
6. **Informes anuales y trimestrales de Comercial mexicana 2008 y 2009.** <http://www.comerci.com.mx>
7. **La Jornada:** <http://www.lajornada.unam.mx>
8. **Mercado Mexicano de Derivados** <http://www.mexder.com.mx>