



MERCADO FINANCIERO MEXICANO. DOS DECADAS DE DESARROLLO.

por

Roman Camilo Bigeschi

Trabajo de tesis final presentado como requerimiento
parcial para la obtención del Magister en Finanzas

Maestría en Finanzas
Universidad del CEMA
2014

Tutor de tesis: Dr. Rodolfo Aprea

24 de Octubre de 2014

UCEMA

ABSTRACT

Mercado Financiero Mexicano.
Dos décadas de desarrollo

por Román Camilo Bigeschi

Tutor de Tesis: Dr. Rodolfo Aprea.

El presente trabajo tiene por objeto analizar la transformación y el desarrollo del mercado financiero mexicano, particularmente los instrumentos de renta fija, divisas y derivados, desde la crisis de 1994 al presente.

México tiene actualmente el mercado financiero con mayor nivel de desarrollo e integración de la región, con una de las curvas de tasas de interés en moneda doméstica más extensa y completas del mundo, líquida y profunda, con una gran participación de inversores institucionales extranjeros. Registra mínimos spreads crediticios en moneda extranjera, un mercado de derivados desarrollado e integrado globalmente, una divisa que está entre las 8 más operadas del mundo, siendo la más líquida de todos los países emergentes.

Un esquema institucional sólido, con actores, roles y mecanismos estandarizados y aceptados como mejores prácticas a nivel internacional terminan de configurar un mercado completamente integrado y altamente desarrollado con valiosas lecciones extrapolables a la Argentina.

Este desarrollo ha tenido particularidades interesantes que han circunscripto en gran medida sus beneficios a la propia industria financiera. Las raíces y mecanismos de transmisión que han llevado a esta situación particular son analizados a una luz crítica.

TABLA DE CONTENIDO

Parte I: Introducción. Se sientan las bases del desarrollo.....	4
Parte II: Mercado de dinero y Renta Fija	6
Antecedentes	6
Panorama Actual	7
Deuda corporativa.....	11
Parte III: Mercado de divisas.....	10
Parte IV: Mercado de Derivados	12
Parte V: El Rol del Banco de Mexico en el mercado financiero.....	16
Parte VI: Críticas y conclusiones	18
Bibliografía.....	21
Glosario	22

Parte I

INTRODUCCION. LAS BASES DEL DESARROLLO

Si bien se ha explorado con detalle en diversas publicaciones y artículos la transformación que implicó para el sector financiero el NAFTA y se ha analizado aún con mayor extensión el rescate financiero del 94 y sus consecuencias para la apertura e integración del sistema financiero mexicano; no es igualmente frecuente encontrarse con trabajos que focalicen en el proceso posterior de fuerte desarrollo del mercado financiero, particularmente los segmentos de renta fija, divisas y derivados que transformaron a esa plaza en uno de los principales centros financieros emergentes del mundo.

México tiene actualmente el mercado financiero con mayor nivel de desarrollo e integración de la región, con una de las curvas de tasas de interés en moneda doméstica más líquidas y profundas, con plazos de hasta 30 años, tanto a tasa fija como indexada. Su divisa es la 8va más operada del mundo, y la más operada de todos los emergentes, con cotización las 24hs. Posee un mercado de derivados OTC completamente integrado al mundo que se opera tanto localmente como en el exterior, con fuerte participación de clientes institucionales extranjeros y una amplia oferta de productos para corporativos locales y extranjeros, así como también un mercado listado orientado a institucionales locales.

Este proceso tiene su origen en el proceso de apertura e integración que inicio con las reformas implementadas a partir de 1990.

Concretamente, hacia 1995, y tan solo en el lapso de 5 años, el sistema financiero mexicano había sufrido 3 importantes transformaciones que han sido documentadas de manera extensiva por la literatura.

En 1990, reforma constitucional mediante, se da inicio al proceso para reprivatizar las entidades financieras. Este proceso tiene lugar entre 1991 y 1992. Se subastan 18 entidades financieras por un total de 12.000 millones de dólares. Hasta ese momento la participación extranjera estaba vedada por ley.

Este proceso se completa con nuevas leyes para la regulación de grupos financieros, modificaciones a Ley de Instituciones de Crédito y la Ley del Mercado de Valores entre otras. La apertura de la actividad financiera al capital extranjero se inicia con la negociación de las condiciones del tratado de libre comercio (para entidades de Canada y USA) y con la promulgación de las Reglas para el Establecimiento de Filiales De Instituciones Financieras del Exterior en 1994 (que regulaba las condiciones para la participación de entidades extranjeras de manera general)

Si bien la apertura del sector prevista en el TLC preveía un cronograma diferido para algunas actividades (de manera de generar una etapa de adecuación y consolidación previa que se extendía hasta 1999); la crisis del tequila, el salvataje y la consecuente necesidad de recapitalizar el sistema financiero aceleraron este proceso y cimentaron las condiciones para un proceso de consolidación en la industria con un fuerte crecimiento de la participación extranjera (el nro de

entidades había crecido de manera significativa de la mano del desmedido aumento del crédito y la monetización de la economía en el período que va de 1992 a 1994, lo cuales volverían colapsarse con la crisis).

Al día de la fecha, solo 1 de las 18 entidades originalmente licitadas (Grupo Financiero Banorte) sigue siendo de capital local.

A este proceso de apertura en las instituciones de crédito se suma la creación del sistema de ahorro para el retiro. El marco normativo de esta reforma fue sancionado en 1995 y 1996, pero la misma entró en vigor en 1997. De esta forma se dio origen al principal vehículo de ahorro del país, dotando al mercado financiero de sus principales clientes institucionales y aportantes de fondos.

Con todo, incluso al día de la fecha, el nivel de apalancamiento de la economía mexicana es muy moderado. El bajo nivel de monetización, crédito doméstico y altos ratios de capitalización en sus entidades (en promedio el índice de capitalización del sistema supera el 15%), determina que los activos totales de los 5 bancos principales de México lleguen “solamente” a 400,000 millones de dólares.

Por su parte, el monto administrado por las Administradoras de Fondos Para el Retiro asciende a unos 200,000 millones de dólares representando aproximadamente un 15% del PBI. Es, sin embargo, la composición de los balances lo que ayuda a explicar la forma y el grado de desarrollo que el mercado financiero mexicano ha alcanzado.

Concretamente, a lo largo de estos 20 años, se puede observar una fuerte concentración de la cartera de los bancos en deuda del gubernamental y productos derivados, y una participación del 50% de la cartera de los fondos de pensión en deuda gubernamental, y un 25% adicional en deuda corporativa y productos estructurados/derivados.

Esta concentración en activos gubernamentales tuvo dos efectos. Por un lado, favoreció el desarrollo de una curva de tasas local sumamente extendida, con mucha profundidad y liquidez. Por el otro, dada la naturaleza de estos instrumentos, la contabilidad de los mismos y el perfil de riesgos (con mercado secundario, mark to market diario y cuya principal exposición es a riesgo de mercado y volatilidad de tasas de interés) se generó una demanda por herramientas análogas, ya sea para cobertura o incrementos de exposición, propiciando el desarrollo de un mercado de derivados líquido, focalizado en principalmente en swaps de tasas de interés.

Parte II

LA CURVA DE TASAS LOCALES

Antecedentes

A partir de la década del 90, en un contexto de renovada autarquía del Banco Central, y con la decisión política de comenzar a financiar el déficit público mediante la colocación de deuda en moneda doméstica, hay un desarrollo paulatino del mercado de renta fija para instrumentarlo.

Hacia el final de la crisis las emisiones locales de deuda se limitaban a CETES (letras de corto plazo, desde 28 días hasta 1 año de plazo, cero cupón). Esto sucede al mismo tiempo que se discontinúan las emisiones de tesobonos (instrumentos de hasta 1 año indexados al tipo de cambio).

Las tasas de interés habían rozado el 100% anual y los spreads de cotización y las volatilidades durante, e inmediatamente posteriores, a la crisis no eran propicias para instrumentos a tasa fija de mayor duración.

Es en este contexto que aparecen los bondes, instrumentos a tasa revisable con cupones cada 28/91 y 182 días, con plazos de vencimiento entre 1 y 5 años. Los Bondes “resetean” el cupón de acuerdo a la tasa subastada de CETES, generando un mecanismo transparente y de mercado para la fijación del cupón corriente de los mismos.

Es también en 1995 y como producto de la crisis que se crea la UDI (unidades de inversión) para reestructurar créditos bancarios. Esto lleva a la introducción, en 1996, de los primeros “udibonos”, bonos indexados por inflación con un cupón fijo de tasa real.

El mercado de repos, sumamente extendido entre inversores minoristas y utilizado como principal herramienta de fondeo para las entidades, surge de la mano de la 1ra emisión de CETES en 1978, y es prácticamente lo único que ha quedado sin mayores cambios de todo el andamiaje institucional/instrumental del mercado de deuda previo a las transformación que tuvo lugar en el período que va de 1995 al 2000.

Estos serían los principales instrumentos de los que dispondría el gobierno federal para colocar deuda en el período que va de 1995 hasta el año 2000. Es entonces cuando, después de 5 años, que aparecen por primera vez bonos a tasa de interés fija, inicialmente a 3 años, “plain vanilla”, con cupones semestrales, denominados comúnmente BONOS M.

El panorama presente

Actualmente la deuda local se emite principalmente a tasa fija en pesos a 3,5, 10, 20 y 30 años de acuerdo a un cronograma predeterminado y en tasa indexada mediante udibonos, también a plazos de 3, 5, 10, 20 y 30 años de plazo. Estas colocaciones las realiza Banxico (Banco de México), agente financiero del gobierno federal, de acuerdo a un cronograma de colocaciones que se anuncia anticipadamente y de forma trimestral.

Existe un sistema de formadores de mercado. La figura de formador de mercado puede aplicar a Bancos y Casas de Bolsa, y el acceso a la misma se determina por un ranking de operación y un sistema de “puntos” que pondera a grandes rasgos:

Volumen operado

Diversificación

Operación con clientes

Operación de futuros

El formador de mercado tiene acceso al “green shoe” que es una opción ejercible el día siguiente para comprar hasta un 25% adicional de los títulos adquiridos en la subasta al mismo precio que fueron subastados el día anterior, adicionalmente los formadores de mercado tienen acceso a la “ventanilla” de Banxico, vehículo mediante el cual pueden realizar “ventas en corto” de bonos gubernamentales (posteriormente se implementó un esquema general y líquido de préstamo de valores que permite este tipo de operación a todos los participantes del mercado).

Adicionalmente hay colocaciones y operaciones extraordinarias. Estas son un esquema de subastas sindicadas y operaciones de swaps.

Las subastas sindicadas son instrumentadas a través de los formadores de mercado. Una vez anunciadas las características del bono a colocar (que siempre están en línea con las características del resto de los bonos de la curva, siendo todo ellos bullet y con cupones semestrales) se realizan consultas y conferencias telefónicas entre de la secretaria de hacienda y los formadores de mercado para evaluar y relevar las condiciones de mercado. Los formadores de mercado proceden al “book building” donde recogen las posturas/órdenes de otros intermediarios y de sus clientes institucionales (locales y extranjeros) de cara a la subasta.

Tanto las colocaciones sindicadas como los swaps de bonos se instrumentaron de forma de dotar de liquidez (lo más homogénea posible) a todos los nodos de la curva.

Los swaps consisten en ofertas de permuta en las cuales la secretaria de hacienda establece (y Banco de México instrumenta) una canasta de bonos entregables que se pueden permutar por bonos a ser colocados (en general de emisiones ya existentes, las cuales se amplían).

De este modo se regula u opera sobre el monto “outstanding” de cada emisión, lo cual permite al gobierno hacer modificaciones (voluntarias para el mercado) sobre el perfil de deuda y/o procurar dotar de liquidez a todos los nodos de la curva. Tanto las subastas sindicadas como las permutas están enfocadas exclusivamente a Bonos M (bonos bullet a tasa fija) o Udibonos (bonos bullet a tasa indexada)

Una exitosa estrategia de desarrollo sustentable del mercado de deuda local ha permitido que el mismo sea la principal herramienta de colocación de deuda del estado, permitiendo financiarse a tasas fijas, en moneda doméstica, y con plazos de hasta 30 años.

La reducción sostenida del costo de financiamiento ha sido el resultado de políticas macroeconómicas sólidas, pero también y por añadidura, del desarrollo sostenido del mercado.



Fuente Banco de México



Fuente: Banco de México

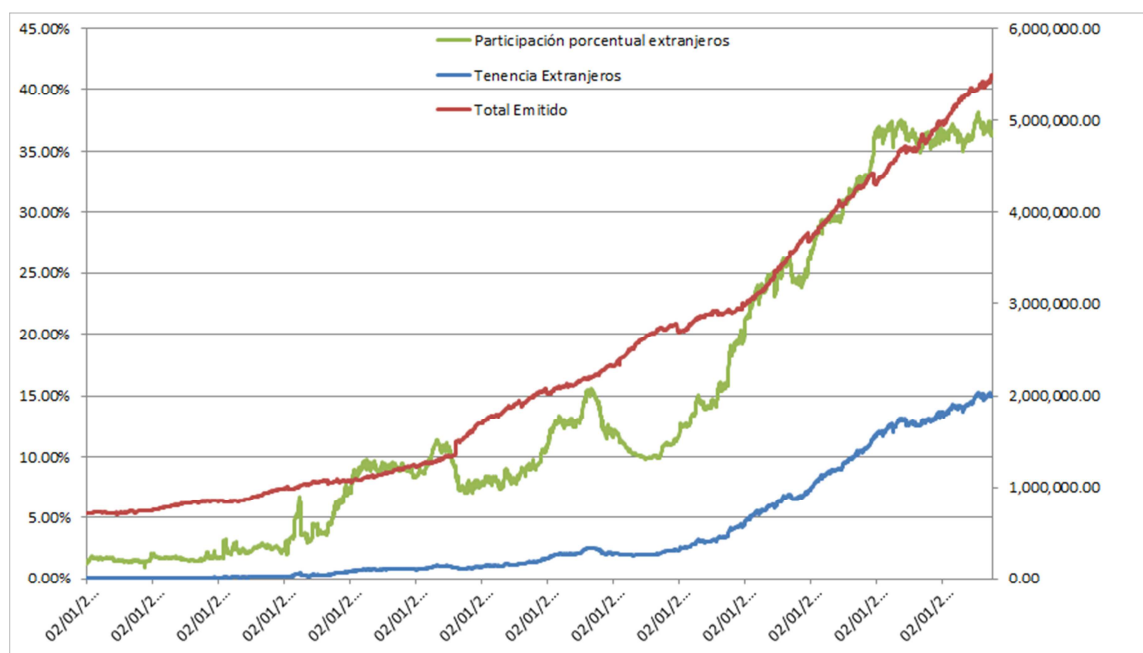
Este desarrollo ha generado a su vez a una explosión de la participación extranjera en el mercado de deuda local, tanto en el mercado de contado (bonos) como en la operatoria de swaps de tasa de interés.

El monto total de deuda soberana emitida (outstanding) en moneda local es de unos 410,000 millones de dólares. Esto es una 10 veces el monto total emitido en moneda extranjera (UMS), lo cual da una magnitud de la robustez, madurez, profundidad y liquidez del mercado de deuda local. A continuación puede observarse la distribución (por tenencia) de la deuda pública soberana denominada en pesos, así como la evolución del total colocado:

TOTAL DE VALORES GUBERNAMENTALES (Saldos a valor nominal en millones de pesos) 1/

Sector	Oportuno	Anterior	Hace una semana	Hace un mes	Último del año pasado
	08/10/2014	07/10/2014	01/10/2014	08/09/2014	31/12/2013
Total en Circulación	5,488,795.93	5,488,930.70	5,454,558.86	5,383,913.91	4,964,622.15
Residentes en el País	3,488,857.92	3,494,270.18	3,456,316.49	3,400,636.23	3,134,095.99
Reportos con Banxico 2/	111,545.01	116,963.38	77,247.85	63,528.76	122,221.66
Valores Adquiridos por Banxico 3/	0.00	0.00	0.00	0.00	N/E
Sector Bancario 4/	321,111.90	283,684.06	307,821.74	287,054.85	253,844.95
Garantías Recibidas por Banxico 5/	92,456.17	92,598.24	96,944.01	73,851.52	72,060.97
Siefores	961,053.48	956,945.65	955,908.21	951,389.77	844,938.32
Sociedades de Inversión	718,600.13	726,904.29	707,632.90	671,906.32	627,454.13
Aseguradoras y Afianzadoras	245,955.76	246,464.06	247,127.09	246,682.65	227,156.06
Otros Residentes en el País	1,038,135.48	1,070,710.51	1,063,634.70	1,106,222.36	986,419.91
Residentes en el Extranjero 6/	1,999,938.01	1,994,660.51	1,998,242.38	1,983,277.67	1,830,526.16

Fuente: Banco de México



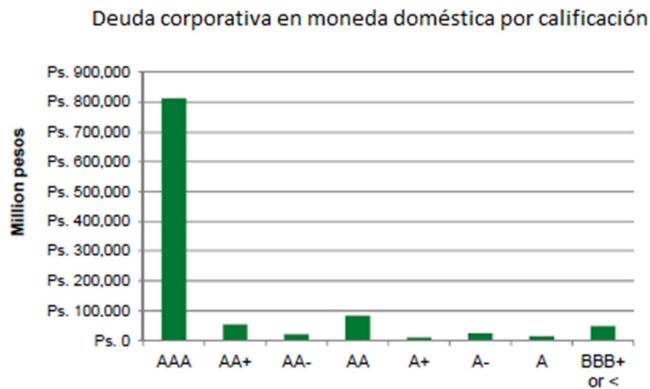
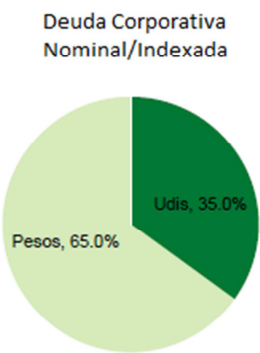
Fuente: Banco de México

Renta Fija Corporativa

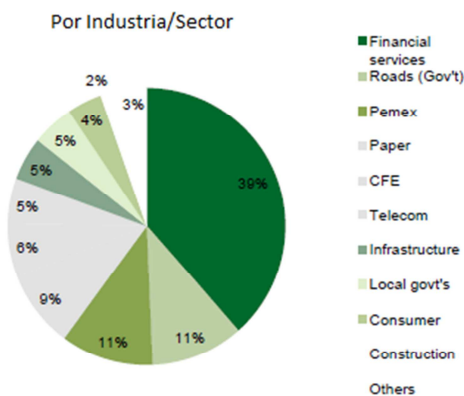
El mercado de deuda corporativa arranca en 1988 con el proceso de desregulación y reprivatización de los bancos, y consiste de aceptaciones bancarias, papel comercial y certificados bursátiles (ordenados por duración y orden de aparición).

Los instrumentos de corporativos con mercado secundario tienen mucha menor liquidez que los instrumentos del gobierno federal o los derivados de tasa de interés, no obstante lo cual, en términos de plazos y diseño, han acompañado el mercado de renta fija soberana y el desarrollo de instrumentos derivados en el mercado interbancario.

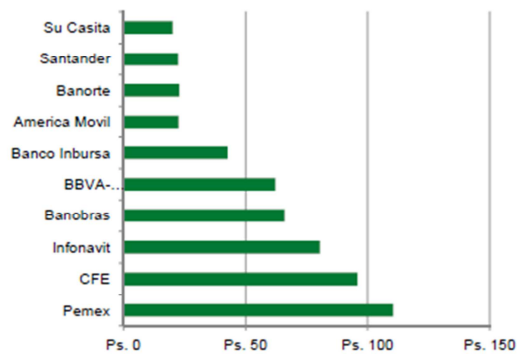
Actualmente hay unos 70,000 millones de dólares de deuda corporativa emitida en moneda extranjera y unos 80,000 millones de dólares de deuda corporativa outstanding, en pesos mexicanos, principalmente a tasa fija (65%) y en menor medida indexada (35%).



Fuente: Gramercy/Banamex



Principales Emisores (miles de millones de pesos)



Fuente: Gramercy/Baname

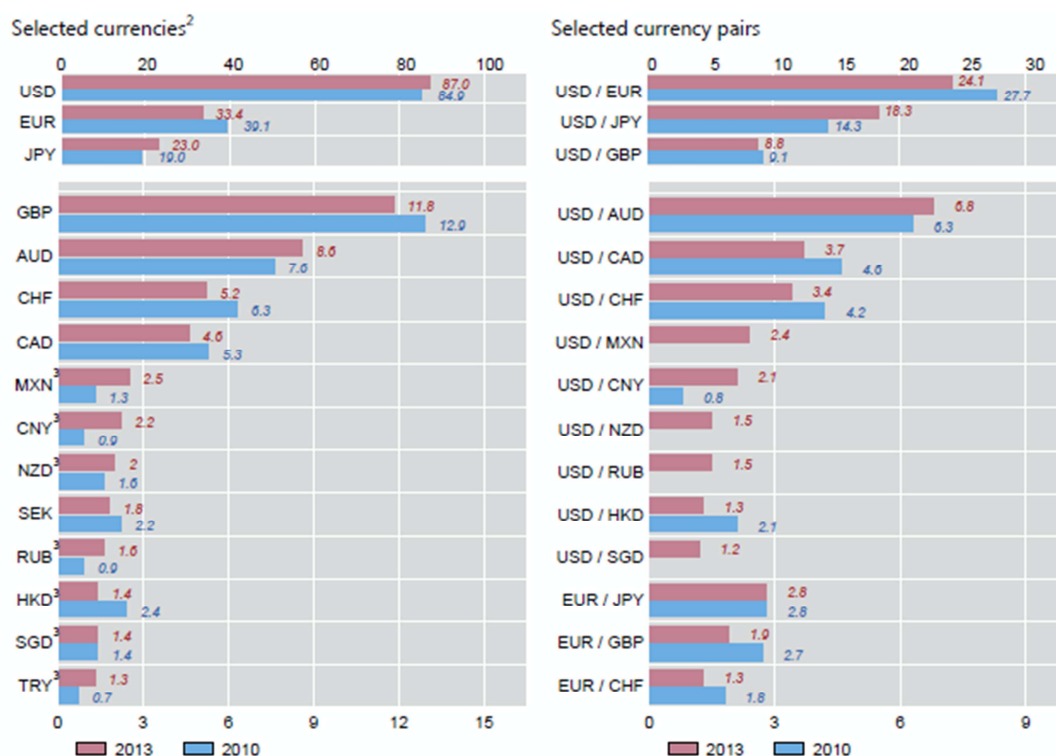
Parte III

LA REVOLUCION DEL PESO MEXICANO

Actualmente operan unos 135.000 millones de dólares diariamente, de los cuales algo más de 30.000/35.000 millones se concertan en territorio mexicano y alrededor de 100.000 millones de dólares se operan en el exterior (la cifra incluye la operatoria de divisa spot y todos los derivados). La cifra paso de 50.000 a 135.000 millones en el período 2010/2013. En cuanto a la plaza de negociación, el volumen operado en el exterior paso de representar un 67% en 2010 a ser un 77% en 2013.

Alrededor de 75% del volumen operado corresponde a derivados, principalmente fx swaps, de los cuales un 95% son swaps de menos de una semana. Es decir, constituyen operaciones de fondeo. El resto de los fx swaps corresponde a posiciones de carry trade (en general hasta 1 año, pero con mercado hasta 5 años). Esto va en línea con lo observado con el resto de las principales monedas del mundo donde la participación de fx swaps, forwards y futuros excede el 60-70% del total.

Los siguientes gráficos muestran la participación de las transacciones en MXN con respecto al total del mercado financiero mundial de divisas.



Fuente: Bank for International Settlements

Cuadro 3: Spot, Forwards y Swaps. Peso contra otras divisas

CONTRATOS DE TIPO DE CAMBIO ¹
Volumen Promedio Diario (abril 2013)
Millones de dólares

Instrumentos	MXN contra otras divisas							
	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	CAD	Otras	TOT
SPOT ²	6,383	158	19	9	2	5	1	6,577
FORWARDS ³	1,627	24	21	1	0	0	1	1,674
SWAPS ⁴	22,301	17	1	1	0	2	0	22,322

Fuente: Banco de Mexico

Esto ha tenido efectos positivos en materia de liquidez y profundidad de mercado, y ha posibilitado (al mismo tiempo que fungió como catalizador) el enorme crecimiento de la participación de inversores institucionales en el mercado de deuda en moneda doméstica.

Cabe destacar, no obstante, que es tal la liquidez del peso Mexicano que tanto por esta característica, como por el hecho de cotizar 24hs y poder concertarse en casi cualquier plaza, el mismo es utilizado como herramienta “proxy” de cobertura, convirtiéndolo muchas veces en un termómetro del apetito de riesgo global y dotándolo de mayor volatilidad de la que amerita el contexto macroeconómico.

Parte IV

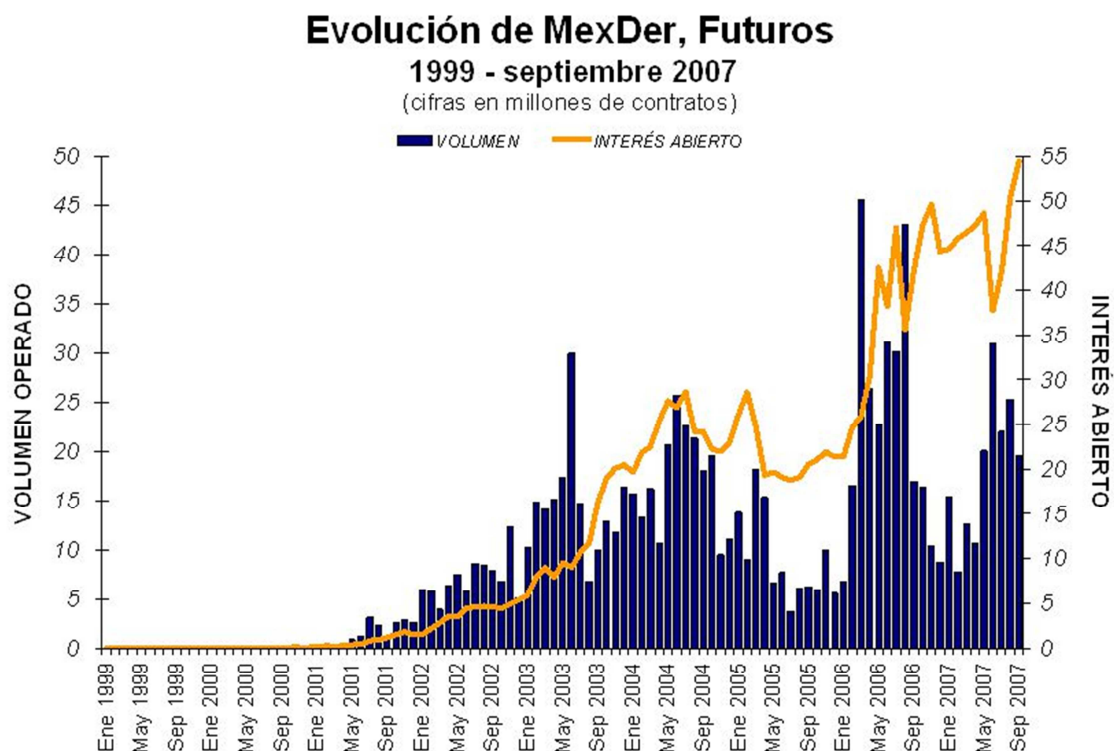
DESARROLLO DEL MERCADO DE DERIVADOS

El mercado de derivados mexicano evolucionó de manera inusual en términos institucionales.

El volumen se desarrolló inicialmente de manera segregada. Por un lado, el volumen en operaciones de forwards y fx swaps se concertaban casi exclusivamente en el mercado OTC, y por el otro, con un rápido crecimiento en el mercado listado en futuros sobre la tasa de interés interbancaria.

La regulación sobre productos derivados comienza a aparecer de manera progresiva e incipiente a partir de 1994. Con anterioridad a esta fecha solo estaban contemplados contratos diferidos sobre el tipo de cambio peso dólar, de escasa relevancia. Vale recordar que la banca recién se reprivatiza en 1992 y que en 1994 sobrevino la crisis financiera.

Es en 1997 cuando se conforma el marco normativo y regulatorio para la creación del Mexder (Mercado Mexicano de Derivados) y Asigna (su cámara de compensación). Durante los 10 años experimentó un crecimiento exponencial concentrado de forma casi exclusiva en el contrato de Futuros de TIIE que representaban más del 95% del volumen operado.



Fuente: Mexder

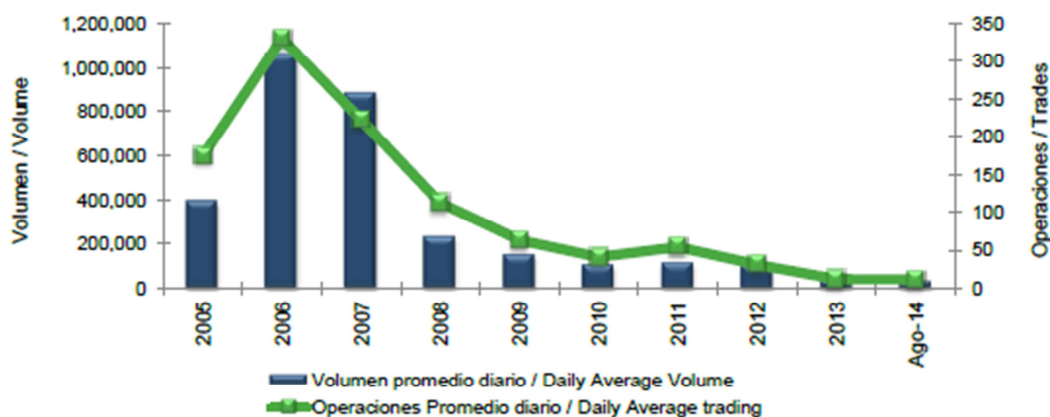
Estos volúmenes se incrementaban de manera exponencial por una dinámica poco eficiente y con incentivos distorsivos en la fijación de precios de cierre por parte de los intermediarios con mayor interés abierto, en un feedback loop negativo que llevaba a nuevos incrementos y mayor concentración del volumen en esos mismos operadores operadores. Este análisis excede el objeto del presente trabajo pero vale la pena la mención para explicar el colapso llamativo del volumen operado en el mercado listado.

Finalmente esta dinámica colapsó con varios intermediarios saliendo del mercado listado y volcándose al mercado OTC.

El último pico de operación registrado en el 2012, cuando se registró una fuerte contracción final del interés abierto, fue producto de la salida de uno de los principales formadores de mercado, lo que terminaría por colapsar definitivamente el interés abierto en esos contratos.



Fuente Mexder



Fuente Mexder

Cabe destacar sin embargo que la operatoria de productos derivados siguió incrementándose en el mercado OTC, siendo esta una situación específica al principal producto listado de Mexder.

Esta circunstancia determinó y propendió a que el mercado de derivados desarrollara una completa integración al mercado internacional. Hoy casi la totalidad de las operaciones tienen lugar en el mercado OTC donde participan entidades de todo el mundo. La intermediación tiene lugar principalmente en Nueva York a través de los sistemas de negociación de los principales brokers globales (ICAP, Tradition, Tullet Prebon, BCG, GFI) y de intermediarios locales con muy buena penetración del mercado como Remate y Enlace (que ha desarrollado una franquicia regional).

Por medio de estas pantallas/sistemas de negociación se opera casi la totalidad del volumen de instrumentos derivados y de renta fija gubernamental. Los interdealer brokers son una figura reconocida y regulada por las CNVB y el Banco Central.

Solo se tienen estimaciones acerca del volumen de derivados operado por entidades locales ya que están obligadas a reportar estas operaciones a Banco de México, mientras que las operaciones realizadas por bancos del exterior, o aquellas realizadas por bancos locales pero “bookeadas” (registradas) en sus libros del exterior no están sujetas a control de la autoridad monetaria ni integran la contabilidad de las entidades locales.

En ese sentido, el volumen operado y registrado por entidades locales es solo una fracción de lo que se opera diariamente en derivados mexicanos. El instrumento más líquido es el swap de tasa fija/variable referenciado a la encuesta de tasa interbancaria de 28 días (TIIE 28 días). Solo de este producto, y únicamente considerando la fracción registrada localmente por intermediarios mexicanos el monto transado asciende a 2300 millones de dólares diarios.

Cuadro 7: Forwards y Swaps de Tasa de Interés. Moneda única

DERIVADOS DE TASA DE INTERÉS DE UNA SOLA DIVISA ¹

Volumen Promedio Diario (abril 2013)

Millones de dólares

Instrumentos	MXN	USD	Otras	TOT
FORWARDS DE TASA DE INTERÉS ²	9	11	0	20
SWAPS DE TASA DE INTERÉS ³ (UNA DIVISA)	2,156	91	0	2,247

Fuente: Banco de México

Los swaps de tasa de interés mexicanos fueron de los 1ros productos en ser incluidos en los central clearing houses creados de acuerdo a la nueva regulación sobre operación de derivados OTC en los EEUU (Dodd Frank). Fueron también de los 1ros productos en ser incluidos en plataformas de compensación y compresión de exposición crediticia como Trioptima.

La operatoria de long dated fx swaps, forwards, y cross currency swaps a plazos de hasta 20 años constituyen los principales derivados de largo plazo sobre la divisa. Se operan localmente unos 250 millones de dólares de cross currency swaps.

Completan el menú de productos OTC operados a travez de los principales interdealer brokers los swaps Libor/TIIE, UDI/Libor y UDI/TIIE, así como productos de volatilidad sobre tipo de cambio y tasas de interés. Los montos operados en estos instrumentos ascienden a 120 millones de dólares diarios.

Cuadro 5: Swaps de Tasa de Interés y Opciones OTC. Peso contra otras divisas

CONTRATOS DE TIPO DE CAMBIO ¹			
Volumen Promedio Diario (abril 2013)			
Millones de dólares			
Instrumentos	MXN contra otras divisas		
	USD	Otras	TOT
SWAPS DE TASA DE INTERÉS ² (DOS DIVISAS)	251	10	261
OPCIONES EXTRABURSÁTILES VENDIDAS ³	131	4	135
OPCIONES EXTRABURSÁTILES COMPRADAS ³	114	4	118

Fuente: Banco de México

Si bien el mercado listado (Mexder) ha perdido preponderancia con respecto al OTC, continua ofreciendo una gama completa de productos incluyendo futuros sobre CETES (letras), bonos de 3, 5, 10 y 20 años, swaps, tasa de interés a 28 días, tipo de cambio, índices accionarios y opciones sobre índices y acciones específicas.

La entrada en vigor de normas que propenden al clearing centralizado de operaciones abren la puerta a una posible recuperación de los volúmenes operados en este mercado.

EL ROL DEL BANCO DE MEXICO EN EL MERCADO

Analizar el marco jurídico, normativo e institucional del mercado financiero mexicano excede y es ajeno al objeto del presente trabajo. No obstante, quizás valga la pena remarcar algunas situaciones que constituyen a mi entender “mejores prácticas”, las cuales han favorecido este desarrollo.

La 1ra de estas menciones está relacionada con la idoneidad de los participantes y la robustez de sus procesos. En este sentido, todos los participantes del mercado deben contar con certificaciones específicas, existiendo figuras especializadas para distinto tipo de operadores, vendedores institucionales, promotores, personal de back office, riesgos y soporte. Esto aplica para la operatoria de cualquier instrumento financiero y todos los roles de intermediación.

Adicionalmente, las instituciones de crédito y casas de bolsa requieren de una habilitación especial para operar derivados. El cumplimiento de los lineamientos establecidos en materia de sistemas, control de riesgo de crédito, riesgo de mercado (en tiempo real), riesgo de settlement, riesgo operativo, reportes, certificación y acreditación del personal vinculado, y compliance normativo se realiza al menos 1 vez al año. Se fiscalizan, además, los sistemas de negociación, registro, back office y administración de riesgos.

Esta inspección de “31 puntos” realizada por el Banco Central es independiente y adicional a otras fiscalizaciones periódicas que la CNVB y el Banco Central realizan a estas instituciones.

Una situación análoga aplica a los principales inversores institucionales, particularmente las administradoras de fondos de pensión, quienes también requieren de autorización especial para poder operar derivados, debiendo acreditar y certificar no solo la idoneidad del personal sino de los sistemas de negociación, registro, back office y administración de riesgo.

El segundo punto que vale la pena remarcar es el rol del banco central en el mercado financiero. En este sentido, la autoridad monetaria mexicana ha sido un ejemplo para sus pares. Con criterios relativamente ortodoxos en términos de política monetaria y en materia prudencial, ha demostrado la flexibilidad suficiente cuando las circunstancias lo han requerido. Algunas características del marco institucional que lo rigen son:

El Banco Central Mexicano tiene un objetivo único que es preservar el valor de la moneda.

Desde 1994 la independencia y autonomía del Banco Central tiene carácter constitucional.

Desde el año 2000 la política monetaria se instrumenta en función de una inflación objetivo (3% con un rango de $\pm 1\%$)

El instrumento principal de la política monetaria es la tasa de fondeo overnight. Las decisiones sobre la misma son colegiadas. Esta decisión compete a la Junta de Gobierno, conformada por el gobernador (presidente del banco central) y 4 subgobernadores (directores).

El banco de México informa las decisiones de política monetaria a través de un comunicado de prensa, brindando una explicación de los motivos, y además un “forward guidance” al mercado.

En este sentido hay una política de amplio disclosure de la información, que se ha hecho extensivo como metodología a las contadas intervenciones que el Banco Central ha tenido en el mercado.

Si bien Banxico tiene la potestad de realizar operaciones de mercado abierto en bonos, y de intervenir en el mercado de divisas, la realidad es que no lo hace salvo situaciones sumamente excepcionales. Durante los últimos 10 años solo ha tenido contadas intervenciones significativas, todas las cuales han sido relacionadas con los efectos de la crisis de 2008. Vale la pena resaltar algunas de ellas.

Desatada la crisis, y ante una situación de volatilidad agravada por la falta de disclosure sobre quebrantos relacionados con derivados sobre tipo de cambio por parte de dos empresas mexicanas, el tipo de cambio tuvo una fuerte depreciación. La escalada desordenada ante el escenario de volatilidad general fue exacerbada por pérdidas de hasta 2500 millones de dólares por parte un grupo de empresas.

El desconocimiento sumado a la falta de un régimen informativo especial y en tiempo oportuno para la exposición de productos derivados por parte de estos corporativos llevó a una depreciación del 50% de la moneda en un lapso de 2 meses, con la mitad de ese movimiento concentrado en el lapso de una semana.

En ese contexto, el Banco Central intervino de manera directa, descomprimiendo la situación. Luego fijo un esquema de intervención automática mediante subastas diarias, escalonadas y con una regla fijada de antemano. Las subastas eran por montos fijos, y solo se activaba el mecanismo ante depreciaciones superiores al 2% diario. De esta forma el Banco Central no buscaba intervenir sobre el nivel del tipo de cambio sino sobre la volatilidad del mismo.

Estas han sido las únicas intervenciones importantes del Banco Central en el mercado de cambios, junto con un programa de acumulación de reservas, también informado de antemano. Adicionalmente, dado el volumen operado por el tipo de cambio mexicano, estas intervenciones han sido de carácter limitado, por reglas anticipadas, y sin un valor objetivo del mismo, constituyendo un verdadero sistema de flotación.

Las demás intervenciones del Banco Central, en el mercado de fx swaps han sido focalizadas y limitadas, y atendiendo a cuestiones puntuales de iliquidez en el mecanismo overnight. Consistieron en swaps de divisas de corto plazo, para proveer liquidez y normalizar las tasas de interés implícitas en operaciones de cash/tom y tom/next (swaps de divisas de corto plazo). En una oportunidad brindando liquidez en dólares, y en otra oportunidad en pesos.

Por último, ante una situación de enorme volatilidad en las tasas locales durante la crisis, que superaron brevemente el 10% para los plazos más largos, el Banco Central llegó a ofrecer swaps de tasa de interés para mitigar la exposición de las entidades, pero la subastas se declararon desiertas por falta de interés de los participantes. Esto también da, incluso en un contexto de enorme volatilidad, el grado de robustez del mercado local de tasas.

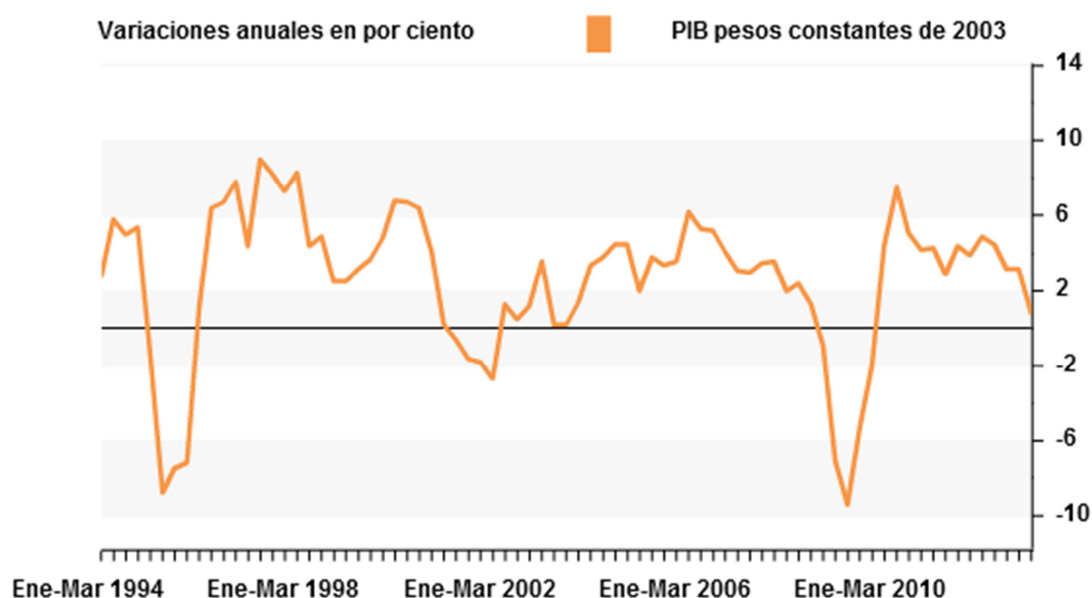
Parte VI

CRITICAS Y CONCLUSIONES

VI a. Falencias del proceso

Quizás, la más evidente crítica que uno pueda realizar a este proceso de desarrollo, es la falta de repercusión que ha tenido en otros sectores de la economía.

El crédito doméstico en México sigue presentando niveles relativamente deprimidos. Los indicadores de monetización tampoco han terminado de despegar (siendo ambos cercanos a 30/35% del PBI). Las tasas de crecimiento del país en estos 20 años han sido decepcionantes.



Fuente: Banco de México

El sector privado, si bien se ha beneficiado del entorno de estabilidad macroeconómica y el desarrollo de una curva local líquida y a largo plazo, sigue teniendo una participación relativamente menor en el mercado de deuda.

Más aun, las particularidades de este desarrollo han tenido efectos secundarios imprevistos de magnitudes significativas durante la crisis de 2008, particularmente ante la falta de información oportuna y fiscalización de las posiciones de derivados para empresas no financieras, que llevaron a pérdidas multimillonarias.

Por último, errores de diseño en los contratos, problemas en la implementación de límites al interés abierto, exceso de concentración, falta de agilidad para resolver barreras regulatorias al ingreso de jugadores extranjeros, y errores en la estrategia comercial del MEXDER fueron determinantes en el modo en que evolucionó el mercado de derivados mexicano.

El fallido desarrollo de la bolsa de derivados local terminó por generar una migración masiva al mercado OTC, lo cual a su vez determinó que una parte mayoritaria de la intermediación se realice de manera offshore, ocasionando la pérdida de una importante cadena de valor cuyo origen es eminentemente local.

VI.b Conclusiones

El proceso de apertura y desarrollo del mercado financiero estuvo claramente signado y determinado, pero no interrumpido, por la crisis de 1994. Esto marca la diferencia crucial con el proceso vivido en Argentina, donde la crisis del 2001 marcó un cambio de paradigma iniciando un proceso de creciente regulación, intervención y retroceso institucional para mercado financiero.

En México, la privatización de las entidades financieras con valores y múltiplos excesivos, y el apresurado crecimiento del crédito interno (en parte por incentivos distorsivos para recuperar los elevados valores pagados por las entidades, y agravados por pobre una experiencia en materia de administración de riesgos en un contexto nuevo) llevó a una inmediata crisis de activos en un entorno macroeconómico delicado.

La consecuente debacle del sector financiero y su impacto en la economía tuvieron secuelas duraderas que condicionaron la forma en que habría de evolucionar el mercado financiero mexicano.

Pero, y esto es fundamental, no generaron una apuesta refundacional con un cambio de 180 grados en el rumbo, sino que encauzaron este proceso de apertura y liberalización de otra manera.

La implosión de la cartera de las entidades, que se habían caracterizado inicialmente por un crecimiento explosivo en los créditos al consumo del sector privado, terminó generando (a posteriori) un entorno sumamente conservador con poco apetito por riesgo de crédito. El sistema financiero terminó encontrando en las necesidades de financiamiento en moneda doméstica del gobierno federal, su principal (y durante muchos años, casi exclusivo) proveedor de activos.

Incluso hoy, el lento crecimiento de la cartera crediticia de las entidades financieras mexicanas presenta bajos índices de morosidad, y un lento incremento de los montos prestados a largo plazo en forma de créditos hipotecarios.

Este rol protagónico de los activos gubernamentales, tanto por necesidad del gobierno federal como por apetencia de las entidades financieras, generó las condiciones para el desarrollo de una curva de tasas de interés local que pocos países pueden presumir.

El desarrollo del mercado de derivados, focalizado en el mercado de swaps de tasa de interés, se ha visto facilitado por esta estructura de mercado.

La apuesta por un régimen de flotación pura, con cotización las 24 horas, y en un contexto de previsibilidad y estabilidad macroeconómica, ha dotado a la moneda de una liquidez inusitada, lo cual ha favorecido y facilitado el ingreso de grandes fondos de inversión al mercado de deuda local.

A pesar de que el sector corporativo ha tenido un rol de segundo orden en el mercado de crédito, la realidad es que el desarrollo de una curva de largo plazo, de un mercado de derivados sofisticado y líquido, y el interés entre los inversores extranjeros han generado condiciones y alternativas de financiamiento favorables para el mismo. Lo mismo puede decirse con respecto al financiamiento de obras de infraestructura, ya sea de organismos del estado o de gobiernos de las entidades federativas.

Si bien México ha tenido un crecimiento económico decepcionante durante este período, ello puede atribuirse a problemas y reformas estructurales pendientes en sectores claves de la economía, independientes del proceso aquí detallado.

BIBLIOGRAFÍA

Country Report, Financial Sector Assessment Program, IMF/World Bank, 2006.

Country Report, Financial Sector Assessment Program Update –Technical Notes- IMF/World Bank, 2007.

Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover, Bank for International Settlements (BIS), 2013

Comunicados de Prensa Banco de México, encuesta de volumen operado en divisas y derivados del Bank for International Settlements, 2004, 2006, 2010, 2013, Banco de México/BIS.

La Banca en México 1994-2000. Fausto Hernandez Trillo – Omar Lopez Escarpulli, working paper

Banco de México, Reporte sobre el sistema financiero, año 2009

La reforma financiera y la desincorporación bancaria, Guillero Ortiz, Fondo de Cultura Económica, 1994

Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina, Linda Golberg, B. Gerard Dages, Daniel Kinney, working paper, National Bureau of Economic Research, 2000

Financial Policies and the prevention of Financial Crisis in Emerging Markets, Frederic S. Mishkin, working paper, IMF, 2001

GLOSARIO

AFORE: Administradora de Fondos para el Retiro

Banxico: Banco Central de los Estados Unidos Mexicanos

Bondes: Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal a tasa revisable en pesos

Bonos M: Bonos del Gobierno Federal de los Estados Unidos Mexicanos a tasa fija en pesos.

Cash/Tom: fx swap de 24 horas que inicia hoy con el intercambio de monedas respectivo y vence mañana, momento en el cual se revierte el intercambio.

Cetes: Certificados de Tesorería de la Federación

CCS: swap de monedas por medio del cual se intercambian flujos de pago en una moneda a cambio de un flujo de pagos en otra moneda.

CNVB: Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Fx swap: Operación de compra-venta de un par de monedas, sin exposición cambiaria. Se realizan a los efectos de obtener financiamiento de corto plazo en una moneda a cambio de ofrecer financiamiento de corto plazo en otra moneda.

SIEFORE: Sociedad de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro

Tesobonos: Bonos de la Tesorería de la federación. Denominados en dólares y pagaderos en pesos.

Tom/Next: fx swap de 24 horas que inicia en 24hs con el intercambio de monedas respectivo y vence en 48hs, momento en el cual se revierte el intercambio.

Trioptima: Empresa dedicada al relevamiento y compresión de la exposición crediticia entre intermediarios financieros resultante de productos derivados OTC

Udi Unidades de Inversión

Autorización:

Sí autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir a los fines exclusivamente académicos y didácticos la Tesis Final de mi autoría correspondiente a la cursada en esta institución.

Román Camilo Bigeschi

DNI 24.882.004