

2ef
no. 3



**Universidad Nacional Autónoma
de México**

Facultad de Contaduría y Administración

**EVOLUCION Y FUNCIONAMIENTO
DEL MERCADO DE CAMBIOS**

**Seminario de Investigación Administrativa
Que en opción al Grado de
LICENCIADO EN ADMINISTRACION**

p r e s e n t a

ULISES RAFAEL ALFARO BUGARINI

Asesor: L. A. Héctor Ortiz Reyes



México, D. F.

1987



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 está 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.

I N D I C E

I	Introducción	1
II	Metodología	3
III	Mercado Internacional de Cambios	6
III.1	Antecedentes	6
III.2	Operatividad	10
	- Mercado de divisas	
	- Bases de las operaciones de cambio	
	- Características de Los cambistas	
	- Posición	
	- Cotización de divisas	
	- Cotizaciones a plazo	
	- Tipos cruzados	
	- Factores que influyen en Los cambios	
III.3	El dólar como moneda internacional de cambio	24
IV	Mercado de Cambios en México	28
IV.1	Antecedentes	28
IV.2	Política Cambiaria (1983-1986)	36
	- Bienio 1983-1984	
	- 1985 Rompimiento de la estabilidad cambiaria	
	- 1986 El peor año para el tipo de cambio controlado	
	- Factores que influyeron en el mercado cambiario durante 1986	
IV.3	Factores que determinan la paridad cambiaria	47
	- Regímenes cambiarios	
	- Demanda de divisas	
	- Oferta de divisas	
	- Balanza de Pagos	
IV.4	Operatividad	60
	- Mercado Libre	
	- Mercado Controlado	
	- Dólar controlado de equilibrio	

I N D I C E

I	Introducción	1
II	Metodología	3
III	Mercado Internacional de Cambios	6
III.1	Antecedentes	6
III.2	Operatividad	10
	- Mercado de divisas	
	- Bases de las operaciones de cambio	
	- Características de los cambistas	
	- Posición	
	- Cotización de divisas	
	- Cotizaciones a plazo	
	- Tipos cruzados	
	- Factores que influyen en los cambios	
III.3	El dólar como moneda internacional de cambio	24
IV	Mercado de Cambios en México	28
IV.1	Antecedentes	28
IV.2	Política Cambiaria (1983-1986)	36
	- Bienio 1983-1984	
	- 1985 Rompimiento de la estabilidad cambiaria	
	- 1986 El peor año para el tipo de cambio controlado	
	- Factores que influyeron en el mercado cambiario durante 1986	
IV.3	Factores que determinan la paridad cambiaria	47
	- Regímenes cambiarios	
	- Demanda de divisas	
	- Oferta de divisas	
	- Balanza de Pagos	
IV.4	Operatividad	60
	- Mercado Libre	
	- Mercado Controlado	
	- Dólar controlado de equilibrio	

	- Mercado de coberturas cambiarias de corto plazo	
	- Compra de cobertura cambiaria	
	- Venta de cobertura cambiaria	
V	Mercado de Metales	78
V.1	Antecedentes	78
V.2	Mercados Internacionales	78
	- El Mercado de Londres	
	- El Mercado de Zurich	
	- El Mercado de Nueva York	
V.3	El Mercado de Metales en México	86
	- Mercado Intercambiario de monedas de oro y plata	
VI	Análisis de un caso práctico	90
VI.1	Función de la Central de Cambios de un Banco	90
	- Objetivos	
	- Estructura	
	- Organización Interna	
	- Areas de Respaldo	
	- Manejo de posiciones y operatividad	
	- Resultados por operaciones cambiarias	
	- Costos y gastos originados por operaciones de compra-venta	
VII	Comprobación de la hipótesis y conclusiones	100
VIII	Bibliografía	102

I. INTRODUCCION

La presente investigación pretende esclarecer los mecanismos básicos de operación del mercado de cambios y la incidencia que tiene la política cambiaria dentro de la economía mexicana.

En un país subdesarrollado como lo es México, con una gran dependencia del exterior, principalmente en el aspecto tecnológico, con un producto base de ingreso de divisas como lo es el petróleo y ante una economía en crisis, resulta imprescindible adecuar una política exterior que fomente la exportación y evite en la medida de lo posible la fuga de divisas.

Uno de los principales problemas de México es su deuda externa a la cual se ha recurrido desesperadamente ante la incapacidad productiva del país para salir adelante, llegando a niveles record de inflación, a un constante deterioro cambiario y a una situación financiera realmente preocupante.

Ya ha sido bastante la experiencia que en materia cambiaria ha tenido el país. El análisis que aquí se presenta, pone en relieve la necesidad de adoptar una política cambiaria tendiente a apoyar la economía en su conjunto y lograr así un crecimiento gradual y una estabilidad cambiaria.

Esta investigación trata de dar a conocer el origen del mercado de cambios, cómo fué instaurado por primera vez un sistema monetario internacional en el cual México participó y cuál ha sido la evolución del mercado cambiario desde que se tuvo como patrón monetario al oro.

Es importante conocer el funcionamiento del mercado cambiario a nivel internacional ya que, aunque no todos los países tienen el mismo grado de desarrollo y de operación, existen reglas que son aceptadas universalmente.

En el caso México se analizará el origen, desarrollo y forma de operación del mercado cambiario, así como la política cambia -

ria adoptada en años anteriores, la actual y su repercusión en la economía.

Dentro del mercado de cambios existe una parte muy interesante que es precisamente el mercado de los metales, y dado que las cotizaciones que se fijan en México están basadas en las fluctuaciones del metal a nivel internacional, dedicaré un capítulo de ésta investigación a explicar cuáles son y cómo se operan los principales mercados internacionales que cotizan metales.

Como última parte de este estudio se analizará la relación teórica-práctica de un caso aplicado en la central de cambios de una Sociedad Nacional de Crédito.

II. METODOLOGIA

II.1 DISEÑO DE LA INVESTIGACION

a) Selección del tema: para la elección del tema de investigación se consideró que el investigador trabaja en el area de cambios de una Institución Bancaria, lo cual se presta para realizar - un análisis de la evolución y el funcionamiento del mercado - cambiario.

Tomando en cuenta lo anterior se procedió a elegir el tema de la siguiente manera:

Carrera: Licenciado en Administración

Area: Finanzas

Tema genérico: El Mercado de Cambios

Tema específico: Evolución y funcionamiento

Especificación del tema: Evolución y funcionamiento del mercado de cambios

b) Planteamiento del problema:

Tema: Evolución y funcionamiento del mercado de cambios

- ¿ Qué importancia tiene dentro de la economía conocer la evolución y el funcionamiento del mercado de cambios ?

Variable dependiente: Evolución y funcionamiento del mercado de cambios

Variable independiente: Su importancia

- ¿ Qué repercusiones ha tenido a nivel macroeconómico la política cambiaria adoptada en México a través de los años ?

Variable dependiente: Política cambiaria

Variable independiente: Su repercusión

c) Objetivos de la investigación:

1. Conocer y analizar la evolución y el funcionamiento del mer

cado de cambios.

2. Profundizar los conocimientos que se tienen sobre el área.
3. Cumplir con el requisito de la parte escrita del examen profesional para obtener el título de Licenciado en Administración.

d) Tipo de investigación: tomando como base de la investigación el método inductivo se consideraron los siguientes aspectos :

- Investigación documental: se recurrió a documentos para extraer de ellos la información relacionada con el tema en forma general; se recurrió a fuentes directas e indirectas.
- Investigación práctica: se realizó en forma práctica una investigación en todas aquéllas áreas relacionadas directamente con el área a estudiar; se recurrió a fuentes directas.

e) Hipótesis:

Analizar la evolución y el funcionamiento del mercado cambiario es fundamental para conocer el efecto de la política cambiaria dentro de la economía mexicana.

II.2 OBTENCION DE DATOS.

Para llevar a cabo la investigación documental se revisaron varios libros y artículos sobre el tema y se recopiló información contenida en archivos bancarios así como en la biblioteca del Banco de México, también se revisaron artículos obtenidos en algunas revistas de carácter económico y financiero.

En el caso de la investigación práctica, se llevaron a cabo una serie de entrevistas directas con funcionarios del área de estudio así como con funcionarios de todas aquéllas áreas que tienen relación con la central de cambios.

II.3 TRATAMIENTO DE LOS DATOS

El material documental se ordenó y clasificó según el tema específico, posteriormente se hizo una síntesis de la información obtenida en cada tema.

En lo que se refiere a la investigación práctica además de las diversas entrevistas, se solicitó toda aquella información adicional que pudiera servir de apoyo a la investigación.

II.4 INTERPRETACION DE LOS DATOS

La información obtenida en forma documental se comparó con las actividades y funciones que realmente se llevan a cabo en el área a estudiar, determinando así la relación entre lo teórico y lo práctico. Así mismo la información obtenida se analizó en forma cuantitativa para obtener resultados numéricos reflejados en gráficas y cuadros, los cuales se utilizaron para la comprobación de la hipótesis.

II.5 LIMITES Y ADVERTENCIAS

La presente investigación pretende analizar cual ha sido el desarrollo del mercado cambiario y su funcionamiento tanto a nivel internacional como en el caso México. Cabe advertir que dicha investigación fué efectuada desde el punto de vista del investigador, basado en los conocimientos que sobre el tema se tienen. En el caso de la investigación práctica se consideró la operatividad del sistema en una Sociedad Nacional de Crédito.

III. MERCADO INTERNACIONAL DE CAMBIOS

III.1 ANTECEDENTES

Las operaciones cambiarias son probablemente tan antiguas como el mismo dinero; pero la técnica del comercio de divisas solo data del año 1880 aproximadamente, la introducción del telégrafo, del teléfono y ulteriormente del telex, creó las condiciones técnicas necesarias para poder realizar profesionalmente las operaciones de divisas a escala internacional.

Para áquel entonces, se había formado un sistema monetario basado en el patrón oro, y que consistía básicamente en un sistema de cambios fijos, cuyas paridades se fijaban con respecto al oro, es decir, el valor de una divisa estaba determinado en términos de una cantidad fija de oro y era convertible de papel a oro en cualquier momento que se solicitara.

Otras características del patrón oro eran las siguientes:

- El oro podía ser exportado o importado libremente.
- Los bancos centrales estaban obligados a comprar o vender oro a un precio fijo.
- Cualquiera podía fundir oro y destinarlo a otra finalidad.
- Los desequilibrios en la balanza de pagos eran corregidos transfiriendo oro de un país a otro.

El patrón oro, como fué concebido originalmente, se utilizó hasta la década de 1930.

Cuando los problemas y repercusiones creados por la primera guerra mundial hicieron imposible que el sistema continuara - debido principalmente a los procesos de ajuste de las diversas economías nacionales, numerosos países abolieron las reglas del juego del patrón oro.

En ese momento, el papel monetario fué legalmente aceptado por su valor, sin necesidad de que estuviera cubierto por oro;

esto provocó el inicio de la desmonetización del oro, sin embargo, el oro retuvo su función como un depósito de valor, como un activo de reservas de los bancos centrales.

A partir de 1931, se introdujo en diversos países el control de cambios, medida que fue determinada por la crisis que trastornó la economía mundial en la primera mitad de los años treinta. Dicho control, tenía en primer lugar a asegurar las reservas suficientes de divisas para atender a los pagos corrientes al extranjero, siguiendo un orden de prioridades.

Por consiguiente, las autoridades se vieron obligadas a ejercer un control sobre la importación y exportación de divisas; así es como aparecieron dos elementos esenciales de todo control de cambios:

1. La prohibición o restricción de la exportación de capitales.
2. La obligación de ceder al estado las divisas extranjeras provenientes de transacciones financieras o comerciales con el exterior.

Al estallar la segunda guerra mundial, los países que hasta entonces no habían implementado un sistema de control de cambios, se vieron obligados a introducirlo.

PERIODO DEL PATRON DE CAMBIO ORO (1944-1970)

"Las amargas experiencias del periodo entre ambas guerras, y el peligro de que se repitiera al terminar el segundo conflicto mundial, fueron determinantes para que los Estados Unidos y la Gran Bretaña iniciaran en 1943 los trabajos preliminares con miras a instaurar un sistema monetario libre, multilateral y estable. Es así como Norteamérica propone en el año de 1944 en la conferencia de Bretton Woods, un sistema basado en el dólar, en

el tipo de cambio fijo entre las divisas, y como común denominador el oro. A su vez, el dólar tenía una paridad fija con el oro de 35.00 dólares por onza"¹

De ésta manera se crea el Fondo Monetario Internacional (FMI) formado para velar por el buen funcionamiento del nuevo sistema monetario, cuyos objetivos pueden resumirse de la siguiente manera:

1. Crear un sistema monetario internacional con tipos de cambio estables.
2. Eliminar las restricciones de cambio todavía existentes,
3. Restablecer la convertibilidad de todas las monedas.

El F.M.I. requería que sus miembros definieran la paridad de su divisa en dólares o en oro.

El dólar americano desempeñó un papel primordial en éste sistema y ello, en numerosos aspectos; su función más importante fué, sin lugar a dudas, la moneda de reserva. Los Estados Unidos se comprometieron ante el F.M.I. a comprar y vender oro a las autoridades monetarias extranjeras a un precio fijado de 35.00 dólares la onza. Así, quedaba garantizada la constante convertibilidad del dólar en oro y en vista de ello, la mayoría de los países procedieron a constituir reservas monetarias tanto en dólares como en oro; su libre convertibilidad en oro había además al dólar, indirectamente, un patrón de paridad.

Por último, el dólar llegó a ser, como era lógico, la moneda por excelencia de las transacciones nacionales.

EL HUNDIMIENTO DEL SISTEMA DE PARIDADES FIJAS (1971-1973)

La crisis del sistema monetario internacional había alcanzado ya una fase demasiado avanzada para poder ser detenida con unas cuantas medidas aisladas relativas a las paridades.

¹ Swiss Bank Corporation, El Cambio de Divisas, Suiza 1981, pag. 14

Así es como a fines de la década de 1970, los cuantiosos déficits de la balanza de pagos Norteamericana redujeron las reservas de oro considerablemente, en tales condiciones, se planteaba con urgencia la pregunta de qué, hasta cuando se podría mantener todavía la convertibilidad del dólar.

Otro hecho negativo para Estados Unidos fué la baja de los tipos de interés que persistían desde el año de 1970 en ese país, que bastó para desencadenar una nueva y aguda crisis del dólar - en la primavera de 1971, en consecuencia, cantidades enormes de capitales abandonaron en muy poco tiempo los Estados Unidos e inundaron los mercados europeos, que habían mantenido a un alto nivel los tipos de interés.

En Diciembre de 1971, los Estados Unidos declararon que estaban dispuestos a devaluar el dólar, con la condición de que los principales países europeos y el Japón, revalorizaran sus respectivas monedas; así es como en el marco del "Smithsonian Agreement", E.U. decide elevar el precio oficial del oro de 35.00 a 38.00 dólares por onza, lo cual equivalía a una devaluación del dólar en un 7.9%.

En Febrero de 1973, los E. U. ante presiones europeas, proceden a devaluar nuevamente el precio oficial del oro de 38.00 a 42.22 dólares por onza mientras que Suiza y Japón revalorizan sus monedas.

En Marzo del mismo año, todos los países europeos con monedas fuertes y el Japón, decidieron suspender sus intervenciones en el mercado internacional de divisas, así pues, dejaba de existir de hecho el sistema de paridades fijas instaurado en Bretton Woods.

Después de este periodo, se adopta el sistema de tipos de cambio libres que se ha caracterizado hasta hoy por fluctuaciones muy pronunciadas, ya que no solo se registran fluctuaciones diarias sino que también en largos periodos se han observado variaciones en los tipos de cambio que difícilmente se hubieran

imaginado con anterioridad.

Cabe mencionar que las variaciones que se dan en este sistema de cambios, obedecen a las transferencias de capitales entre los diversos países, a las diferencias entre sus tasas de interés, - a la oferta y demanda de la divisa nacional y las extranjeras, a los movimientos y saldos que reflejen sus balanzas de pagos, y - en general a todos aquellos aspectos de índole económica y monetaria que puedan afectar a un país.

III.2 OPERATIVIDAD

EL MERCADO DE DIVISAS

Se entiende por divisa a los créditos expresados en monedas extranjeras y pagaderos en el extranjero, que pueden consistir - en haberes, en letras de cambio o cheques también en moneda extranjera.

Los bancos son los intermediarios normales entre la oferta - y la demanda de divisas. El cometido principal del departamento de cambios de un banco consiste en facilitar a su clientela comercial y privada la conversión de haberes en otras monedas. Esta conversión puede efectuarse mediante operaciones al contado - o mediante operaciones a plazo.

BASES DE LAS OPERACIONES DE CAMBIO

Las operaciones de cambio de llevan a cabo básicamente tomando en cuenta los siguientes aspectos:

1. Operaciones realizadas en el comercio exterior.
2. Movimientos registrados en los mercados internacionales - financiero y monetario

Estos dos tipos de operaciones, necesariamente se verán registrados en los diferentes rubros que constituyen la balanza de pagos.

Por ejemplo, si una empresa manufacturera del Japón exporta maquinaria y equipo a México, ésta exigirá el pago de su mercancía en yenes o quizá en dólares, y no aceptará el pago en pesos mexicanos, debido principalmente a que, para financiar sus operaciones, la empresa japonesa necesita efectuar transacciones financieras o comerciales en yenes o en dólares.

El tipo de cambio consiste en establecer la equivalencia en este caso, entre cierta cantidad de pesos y una unidad de moneda extranjera.

Una característica básica para operar en el mercado de cambios entre los diferentes bancos, es que las operaciones se cierran de palabra; de ésta manera el importador mexicano tendrá que recurrir a un banco que le cotice pesos por dólares o por yenes y si está de acuerdo con la cotización, se dará por cerrada la operación.

CARACTERISTICAS DE LOS CAMBISTAS

Los cambistas deben adquirir sus conocimientos profesionales sobre todo en la práctica.

Todo cambista debe estar dotado de una extraordinaria agilidad de pensamiento que le permita, al mismo tiempo de que realiza telefónicamente las operaciones, registrar y tener en cuenta las alteraciones de cambio señaladas por sus colegas, los movimientos que se estén dando en ese momento en el mercado, y sobre todo tener perfecto conocimiento de las posiciones con que cuentan en las monedas extranjeras que manejan, de su costo financiero y de los ingresos obtenidos por dichas operaciones. Además debe tener conocimientos básicos sobre economía, finanzas, mercado de dinero y sobre todo una gran capacidad analítica.

POSICION

Un banco que lleva a cabo operaciones cambiarias a nivel internacional, tiene que mantener suficientes saldos activos en las principales monedas, para la gestión de pagos internacionales por las operaciones que realice.

Se entiende por posición la diferencia que resulta en los registros contables de una entidad entre los activos y pasivos en moneda extranjera con que cuenten.

La posición se dice que es corta cuando los pasivos superan a los activos, es decir, tener movimientos de salida mayores que de entrada en una moneda determinada.

Se dice que la posición es larga cuando los activos superan a los pasivos, es decir, tener movimientos de entrada mayores que los de salida en una moneda determinada.

Ejemplo: Si un banco mexicano vende 10,000 dólares en un giro a un determinado cliente, suponiendo que su posición sea igual a cero en el extranjero, se dice que tiene una posición corta por dicha cantidad. Y cuando compra la misma cantidad en las mismas circunstancias se dirá que tiene una posición larga.

Cuando la posición es corta, se incurre en un riesgo cambiario, aún cuando en moneda nacional se este excedido; cuando la posición es larga, además del riesgo cambiario, se incurre en un costo financiero al distraer recursos en moneda nacional.

COTIZACION DE DIVISAS

Existen dos formas para cotizar divisas: cotización directa y cotización indirecta. En el caso de la primera significa que los tipos de cambio dan el equivalente de una moneda extranjera expresada en términos de la moneda local.

Ejemplo: dólares/pesos mexicanos
1 dólar = 1,100 pesos

En el caso de la cotización indirecta, que es usada actualmente por Inglaterra, los tipos de cambio dan el equivalente de una moneda local expresada en términos de una moneda extranjera.

Ejemplo: pesos mexicanos/dólares
1.00 pesos = 0.0009

En la práctica los bancos cotizan normalmente al tipo dólar por ejemplo, si un banco Suizo le pide a un banco Alemán cuales son sus tipos de cambio, los cambistas alemanes no cotizarán el marco alemán con respecto al franco suizo, sino con respecto al dólar, esto debido a que el dólar es la moneda utilizada generalmente para realizar operaciones en el mercado internacional.

En este caso, supongamos que el banco Alemán le cotiza al banco Suizo de la siguiente manera:

COMPRA VENTA
1.85 40 - 50 marcos alemanes por un dólar

Esto significa que el banco Alemán está dispuesto a comprar

dólares al tipo de 1.8540 marcos alemanes, o lo que es lo mismo está vendiendo marcos alemanes a 1.8540 y recibiendo dólares.

En el otro lado de la banda, el banco Alemán está dispuesto a vender dólares a 1.8550 marcos alemanes o lo que es lo mismo, está comprando marcos alemanes a 1.8550.

Cabe señalar que una moneda cotizada en dólares como en el ejemplo anterior, será más fuerte en el mercado internacional en la medida en que se acerque a la relación $1 = 1$.

Ejemplo:	Hoy el marco alemán se cotiza contra dólar	Un día anterior se cotizó
	1.85 <u>40-50</u>	1.85 80-90

Esto significa, que el marco alemán se fortaleció contra el dólar con respecto a su cotización del día anterior.

Para estos efectos, los bancos cuentan con sistemas de información computarizados, los cuales están conectados directamente a los principales centros financieros mundiales, como son Londres, Nueva York, Los Angeles, Tokio, Zurich, etc, en los cuales se fijan las paridades cambiarias diarias y se van modificando algunas veces en cuestión de segundos y pueden llegar a tener fluctuaciones muy significativas entre el tipo de apertura y el tipo de cierre.

Las operaciones efectuadas entre bancos internacionales son intercambiadas en una fecha posterior predeterminada a aquella en que se formalizó la transacción; dicha fecha es conocida en la terminología cambiaria como la fecha valor, o fecha de liquidación; usualmente la fecha valor para liquidar operaciones en monedas europeas es 48 horas hábiles; y en caso del dólar americano y el dólar canadiense su liquidación se efectúa a las 24 horas. Estas operaciones se consideran dentro del mercado de contado, y las operaciones en el mercado a plazo se consideran de 72 horas a un año.

COTIZACIONES A PLAZO

Se puede vender o comprar divisas no sólo al contado, sino a plazo también, es decir, para su entrega a una fecha posterior convenida. Teóricamente, la cotización a plazo de una moneda puede ser idéntica a su cotización al contado, ahora bien, en la práctica la cotización a plazo es casi siempre mayor (report, suplemento, prima) o menor (deport, descuento) que la cotización al contado.

Se recurre a las operaciones a plazo con fines diversos. Estas operaciones permiten principalmente cubrir o asegurar los riesgos inherentes a las operaciones de cambio que resultan de transacciones comerciales o financieras. Las operaciones del mercado monetario me brindan la ocasión de hablar del "swap", que viene a ser la combinación de una compra al contado con una venta a plazo o viceversa.

Los tipos de cambio o cotizaciones a plazo no se indican como tales, en efecto, los cambistas de los bancos trabajan únicamente con las diferencias entre los precios al contado y los precios a plazo, expresadas en decimales de la moneda en que se cotiza. Dicho de otro modo, trabajan con los reports y los deports; también se utiliza para expresar ésta diferencia la frase "tipos de swap" que no implica necesariamente que con estos tipos se lleven a cabo operaciones swap.

El siguiente cuadro muestra los tipos al contado y los tipos de swap que aparecen en el tablón de cotizaciones de un banco. Los tipos de swap se expresan siempre en decimales de la correspondiente divisa con respecto al dólar, al igual que en el sistema utilizado para indicar el cambio de una moneda con respecto a éste.

TIPOS DE CAMBIO DE CONTADO Y A FUTURO

	\$/LE		\$/DM		\$/fr.s.	
Al contado	2,2640-2,2650		2,1740-2,1760		1,9760-1,9780	
1 mes	55-	63	132-	127	165-	155
2 meses	133-	143	245-	240	325-	315
3 meses	233-	243	362-	357	455-	445
6 meses	515-	530	730-	715	955-	935
12 meses	840-	880	1240-	1210	1720-	1680

	\$/fl.h.		\$/fr.fr.		\$/l.it.	
Al contado	2,3660-2,3690		5,0325-5,0375		1032,00-1035,00	
1 mes	155-	150	290-	280	0,00-	50
2 meses	300-	295	560-	545	50-	2,00
3 meses	445-	440	825-	805	2,00-	4,00
6 meses	870-	855	1410-	1370	4,00-	8,00
12 meses	1440-	1410	1900-	1750	15,00-	23,00

Se obtiene el cambio a plazo sumando el report con el cambio de contado, o restando el deport de éste último. Aunque los tipos de swap no van precedidos del signo + o del signo -, el cambista ve enseguida en el ejemplo que el dólar es cotizado con deport o descuento con respecto al marco alemán (DM), al franco suizo, al florin holandés y al franco francés, pero lo es con un report o prima con respecto a la lira italiana. El dólar se cotiza contra la libra esterlina con un deport ya que la cotización es indirecta. Cabe preguntarse como puede el cambista saberlo, - la respuesta es sencilla, ya se trate de una operación al contado o a plazo, el precio de compra debe ser siempre inferior a el precio de venta. Además se necesita para las cotizaciones a plazo un margen algo más amplio que para las cotizaciones al contado. Se considera un deport, cuando la cifra del lado de la compra es mayor que la del lado de la venta, y viceversa en caso de un report.

He aquí un ejemplo:

\$/fl.h. cambio al contado	2,3660 - 2,3690
- deport a 3 meses	445 - 440
= cambio a plazo	<u>2,3215 - 2,3250</u>

El margen de 30 puntos decimales en la cotización al contado y de 35 puntos decimales en el tipo a plazo.

Por otra parte, la diferencia de 2,00 - 4,00 para el dólar a 3 meses con respecto a la lira italiana indica un report.

\$/l.it. cambio al contado	1032,00 - 1035,00
+ report a 3 meses	<u>2,00 - 4,00</u>
= cambio a plazo	1034,00 - 1039,00

El margen es de 3,00 para la cotización al contado, pero asciende a 5,00 para la cotización a plazo.

Así como las condiciones de interés de las monedas de que se trate harán que una moneda a plazo sea tratada como prima o con descuento, también la relación del interés determinará el grado de desviación entre la cotización al contado y la cotización a plazo.

A este respecto, lo decisivo no es el nivel del interés de una moneda, sino la diferencia del interés de las dos monedas tratadas en los mercados financieros (internacionales). Ello es está en relación con el hecho de que las operaciones a plazo originan en el banco posiciones abiertas; si éste requiere cubrir las para eliminar los riesgos provenientes del cambio y de la liquidez, se requerirán las consiguientes transacciones que implican gastos o ganancias. Veamos un ejemplo:

Un exportador se dirige a un banco suizo para vender 1 millón de dólares a 3 meses, a cambio de francos suizos.

\$/fr.s. (fecha valor 20.2.87)	1,9760 - 1,9780
Tipos de interés del eurodólar a 3 meses	17 1/8% - 17 3/8%
Tipos de interés del eurofranco a 3 meses	7 3/4% - 8%
Plazo	89 días

El proceso técnico se desarrolla lógicamente, de la siguiente manera (véanse asientos en cuentas):

1. El banco compra al cliente 1 millón de dólares, con fecha valor 20.5.87, a cambio de francos suizos, a un precio todavía por determinar (a)
2. Con objeto de eliminar enseguida el riesgo proveniente del cambio, vendemos inmediatamente dólares por francos suizos al contado, al precio del mercado de fr.s. 1,9760 (b)

3. El riesgo, todavía existente, relacionado con la liquidez (coincidencia de vencimientos) lo eliminamos (c)
 - aceptando 1 millón de dólares por 3 meses al 17 3/8%
 - y colocando el contravalor en francos suizos a 3 meses al 7 3/4%
4. Esta transacción le cuesta al banco un 9 5/8% anual, es - decir, la diferencia entre 17 3/8 - 7 3/4, o sea sobre - fr.s. 1,9760 = fr.s. 0,1902 por dólar. Calculado a 3 me - ses son 470 puntos decimales 0,1902 x 89 (sin seguro de -

360

 gastos de interés en dólares)
5. Con fecha valor 20.5.87, el reembolso del crédito en dóla - res se efectúa con el ingreso de dólares provenientes de - la operación con el cliente, mientras que con el depósito en francos suizos que llega a vencimiento, se efectúa la - entrega de francos (d)
6. Los gastos por concepto de intereses por el crédito de dó - lares se compran a plazo, por motivos de seguridad, apro - ximadamente a la cotización a plazo, (aproximadamente el - precio al contado - la diferencia de intereses que es de - 475 puntos decimales). El rédito de intereses de la colo - cación en francos y los gastos de intereses del crédito - en dólares, expresados en la contramoneda, se abonan y se - adeudan, respectivamente, en la cuenta de francos.

AL contado
(20 de febrero)

+	\$	-	+	frs.s.	-
1000 000 (b)			(b) 1976 000		
(c) 1000 000				1976 000 (c)	
1000 000	1000 000		1976 000	1976 000	

Plazo
(20 de mayo)

+	\$	-	+	frs.s.	-
(a) 1000 000			¿ ? (a)		
				1930 999.65	
	1000 000 (d)		(d) 1976 000		
	42954.86		+ 37859.60	= 1.9310	
	X				
	(gastos de	1.9290	(crédito de		
	intereses	por 3 meses)	intereses		
			por 3 meses)		
			- 82859.95 *		
1000 000	1042 954.86		1930 999.65	1930 999.65	

* pago de intereses en francos suizos

El deport asciende, pues a:

Cotización al contado	fr.s. 1,9760
Cotización a plazo	<u>fr.s. 1,9310</u>
Deport	<u>fr.s. 0,0450</u> = 450 puntos decimales

Como se infiere de la representación de cuentas, el banco suelta, tras haber asegurado el cambio, 1 millón de dólares ingresado, en lugar de frs.s. 1976 000 (a la cotización al contado de \$/fr.s. 1,9760), sólo frs.s. 1930 999,65. Esto corresponde a una cotización a plazo \$/fr.s. 1,9310. La diferencia entre la cotización al contado y la cotización a plazo asciende a 450 puntos decimales y, como es fácil de inferir, se trata de un deport. (Financiación en la moneda con alto tipo de interés y colocación en la remunerada con un tipo de interés menor) De ello se deduce la siguiente regla:

- Las monedas extranjeras remuneradas con tipos de interés más altos contratadas a una cotización a plazo inferior a la cotización al contado = deport.
- La cotización a plazo de la moneda remunerada con un tipo de interés más bajo se sitúa siempre por encima de la cotización al contado = report. (Ej. el banco se endeuda a tipos de interés bajo e invierte en la contramoneda remunerada a un tipo de interés más alto, de lo cual resulta un beneficio neto obtenido a través de la cotización más alta.

Matemáticamente, se calculan los deports y los reports mediante las siguientes fórmulas:

$$\text{Swap} = \frac{\begin{array}{l} \text{tipo de} \\ \text{depósito x spot} \\ \text{moneda b} \end{array} - \begin{array}{l} \text{tipo de} \\ \text{depósito x a plazo} \\ \text{moneda a} \end{array} \times \begin{array}{l} \text{cotización} \\ \text{a plazo} \\ \text{aproximativa} \end{array} \times \text{plazo}}{100 \times 360}$$

donde: moneda a = moneda cotizada

moneda b = contramoneda

Cotización a plazo aproximativa =

$$= \text{cotización a plazo} + \frac{\begin{array}{c} \text{moneda} \\ \text{de} \\ \text{depósito b} \end{array} - \begin{array}{c} \text{moneda} \\ \text{de} \\ \text{depósito a} \end{array} \times \text{spot} \times \text{plazo}}{100 \times 360}$$

Si el tipo de interés de la contramoneda es menor que el de la moneda cotizada, el swap será de signo negativo y la cotización a plazo será inferior a la cotización de contado. En tales casos resultan depósitos. En el caso de que el tipo de interés de la moneda b sea mayor que el de la moneda a, registramos un report. - La solución del ejemplo de cuenta es la siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Swap} &= \frac{(7,75 \times 1,9760) - (17,375 \times 1,9290) \times 89}{100 \times 360} \\ &= \frac{(15,3140 - 33,5164) \times 89}{100 \times 360} = -450 \text{ puntos decimales} \end{aligned}$$

TIPOS CRUZADOS

Naturalmente, existen clientes que recurren a los bancos para realizar transacciones por otras monedas diferentes del dólar, por ejemplo, marcos alemanes por francos suizos. En estos casos se aplica los llamados tipos cruzados, entendiéndose por estos los tipos que se obtienen a partir de dos cotizaciones conocidas y una tercera por encontrar.

Por ejemplo: Cuál es el tipo de cambio medio del marco alemán/franco suizo, hasado en los tipos medios del dólar/marco alemán y el dólar/franco suizo ?

El resultado se obtiene mediante la siguiente cadena de ecuaciones:

X francos suizos = 100 marcos alemanes

2.1750 marcos alemanes = 1 dólar

1 dólar = 1.9770 francos suizos

Regla: La parte derecha de las ecuaciones se divide entre la parte izquierda:

$$100 \text{ M.A.} = \frac{100 \times 1.9770 \times 1}{2.1750 \times 1} = 90.90 \text{ frs.s.}$$

FACTORES QUE INFLUYEN EN LOS CAMBIOS

En un régimen puro de flotamiento monetario, los tipos de cambio en conformidad con la teoría del poder adquisitivo, deberían reflejar siempre las diferencias de inflación. Las tasas elevadas de inflación originadas por un incremento excesivo de la masa monetaria dan lugar a una baja del cambio de moneda hasta que se restablece el equilibrio (paridad del poder adquisitivo).

Cabe señalar por último que la teoría de la paridad del poder adquisitivo no toma en consideración los movimientos de capitales como factor determinante, potencialmente importante, de los tipos de cambio.

En periodos cortos, de mayor importancia para el mercado de divisas, la balanza de mercancías y servicios de un país constituye un mejor indicador. Sus renglones (bienes, servicios, rentas de capital y transferencias) son objeto de transacciones irreversibles. Así pues la balanza de mercancías y servicios re

fleja de manera bastante fiel la capacidad económica y competitiva a nivel internacional.

Un saldo positivo, es decir, si la afluencia de divisas provenientes de las exportaciones es superior a la salida de divisas originadas por las importaciones, dan lugar a una presión alcista en la moneda nacional. En caso de déficit el efecto es en sentido contrario.

III.3 EL DOLAR COMO MONEDA INTERNACIONAL DE CAMBIO

La importancia que tiene el dólar en el sistema monetario internacional y en la economía mundial se fundamenta en cuatro aspectos básicos. En primer lugar, se debe considerar que tres cuartas partes del comercio internacional se realizan utilizando el dólar como medio de pago, se emplea como reserva monetaria internacional en la mayoría de los países, es la divisa más común en los mercados financieros internacionales y por último es la moneda que representa a la economía más fuerte del mundo. Así mismo, los principales factores que determinan la cotización internacional del dólar son: las tasas de interés que se pagan a las inversiones en dólares (Fondos Federales, Certificados de Tesorería, Bonos de Tesorería y Certificados de Depósito Bancario); los niveles de inflación interna y la confianza respecto a la estabilidad de la moneda. A su vez las posibles consecuencias para Estados Unidos de una cotización del dólar con tendencia a la baja son: aceleramiento en el proceso inflacionario, los precios del petróleo y materias primas se incrementarían, mejoraría el déficit en cuenta corriente y con ello se reducirían las entradas de capital, se impulsaría un alza en las tasas de interés y existiría una creciente pérdida de la confianza. Anacrónicamente, un dólar con tendencia a la alza originaría: decrecimiento en el ritmo inflacionario, descenso en los precios del petróleo y materias primas, mayor déficit en

cuenta corriente, incrementos en el costo del dinero y declinarían las cotizaciones de las euromonedas.

La estrategia Reagan, de fortalecimiento del dólar, produjo efectos positivos en el corto plazo para la economía norteamericana, ya que se logró detener el ritmo inflacionario y recuperar el crecimiento. A las economías de los países desarrollados las alejó de la recesión y a las economías subdesarrolladas las arrojó al interminable abismo de endeudamiento externo.

En 1985, después de los importantes logros de la administración Reagan, existen una serie de presiones que no permiten formular pronósticos favorables para el dólar. Por una parte, el déficit fiscal y comercial alcanzaban cifras de 176 mil millones y 124 mil millones de dólares respectivamente, al mismo tiempo, el nivel de deuda interna se había colocado en 1,500 miles de millones de dólares. Estos resultados asociados a un dólar fortalecido artificialmente, daban como consecuencia un menor dinamismo en el crecimiento de la economía. Así era obvio que desde el segundo semestre de 1984, teóricamente no podía ser sostenido el tipo de cambio. No obstante lo anterior, la reelección del presidente Reagan, y su firme posición de rechazar cualquier intento de devaluación del dólar llevó a esta divisa en Febrero de 1985 a colocarse en 10 francos franceses por dólar, 3.4725 marcos alemanes por dólar y 0.94 Libras esterlinas por dólar. Es decir, la divisa norteamericana se apreció sistemáticamente desde mediados de 1980 hasta el primer bimestre de 1985 en aproximadamente 65% esto respecto a las euromonedas.

Bajo las condiciones anteriores, los gobiernos europeos y el gobierno de Japón, intervinieron para estabilizar el tipo de cambio que lejos de invertir su tendencia apenas y lograron frenar su acelerada apreciación. Para muchas naciones europeas era evidente que el dólar difícilmente podría mantener una tenden -

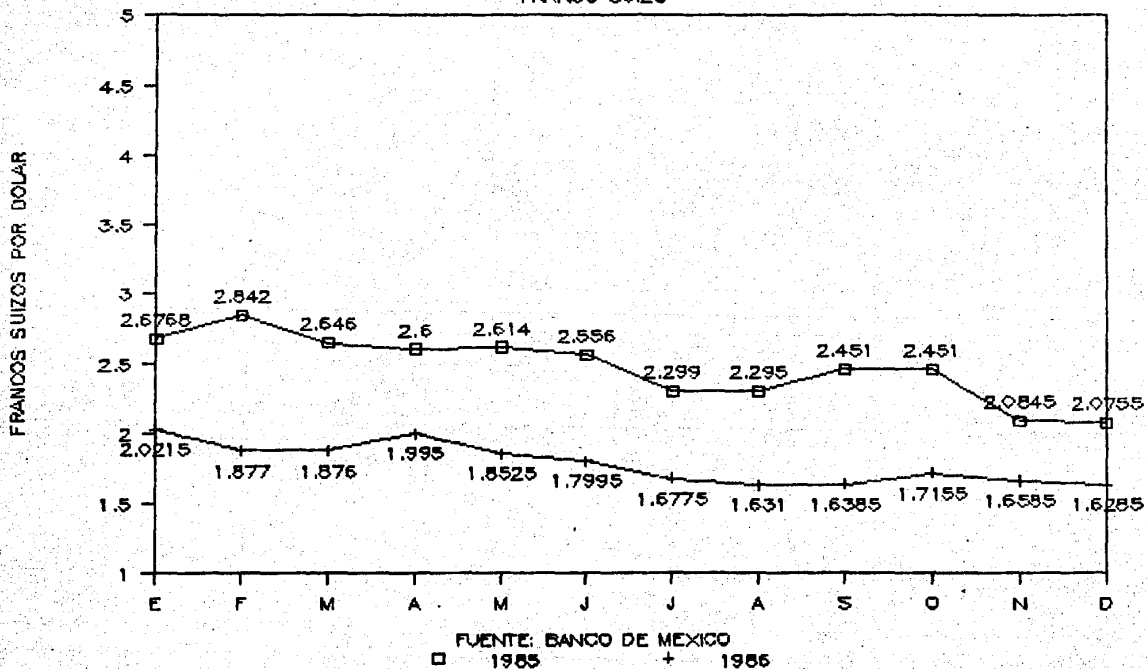
cia alcista ya que la fortaleza de esta divisa se basaba más en aspectos de orden financiero que productivo, además que el inversionista mundial continuaba prefiriendo la compra de dólares que de cualquier otra divisa.

Es así como a partir de inicios de 1985, el dólar comenzó a devaluarse frente a las principales monedas europeas observando se niveles de devaluación que no se veían incluso desde la post guerra, como es el caso del yen japonés. Esta declinación se inició como parte de una campaña extraoficialmente concertada para hacer los productos estadounidenses más competitivos en los mercados mundiales y corregir el cuantioso déficit comercial de Washington que en Diciembre de 1986 se ubicó en 175,000 millones de dólares.

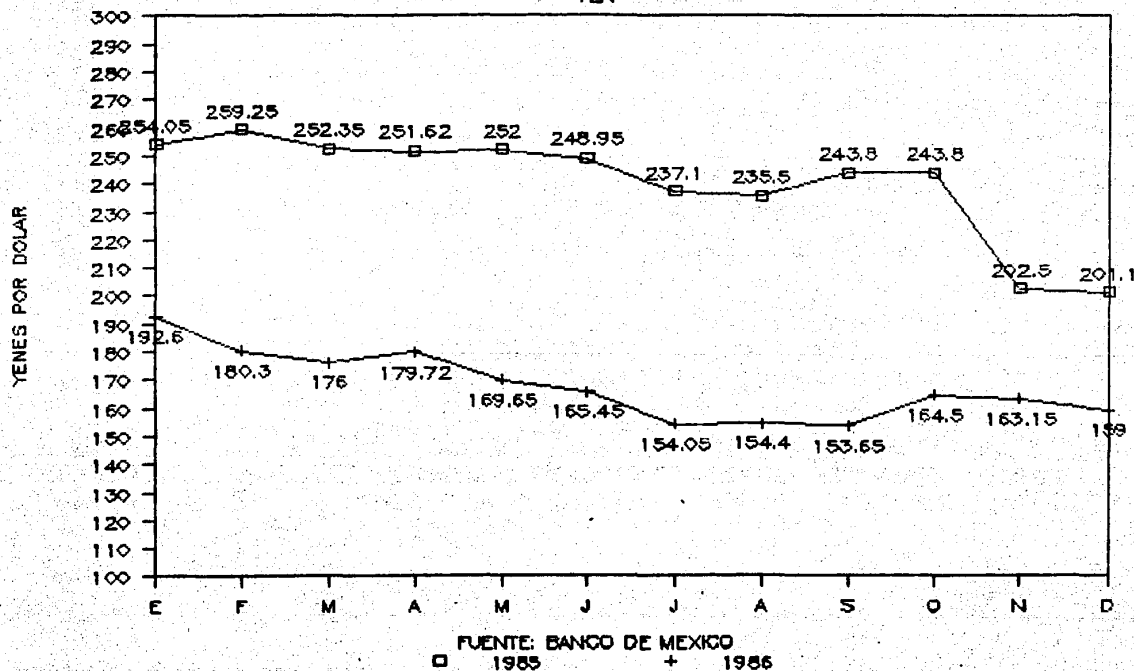
A continuación se presenta el comportamiento del dólar frente a las principales divisas en los años 1985-1986.

COMPORTAMIENTO DEL DOLAR FRENTE AL

FRANCO SUIZO

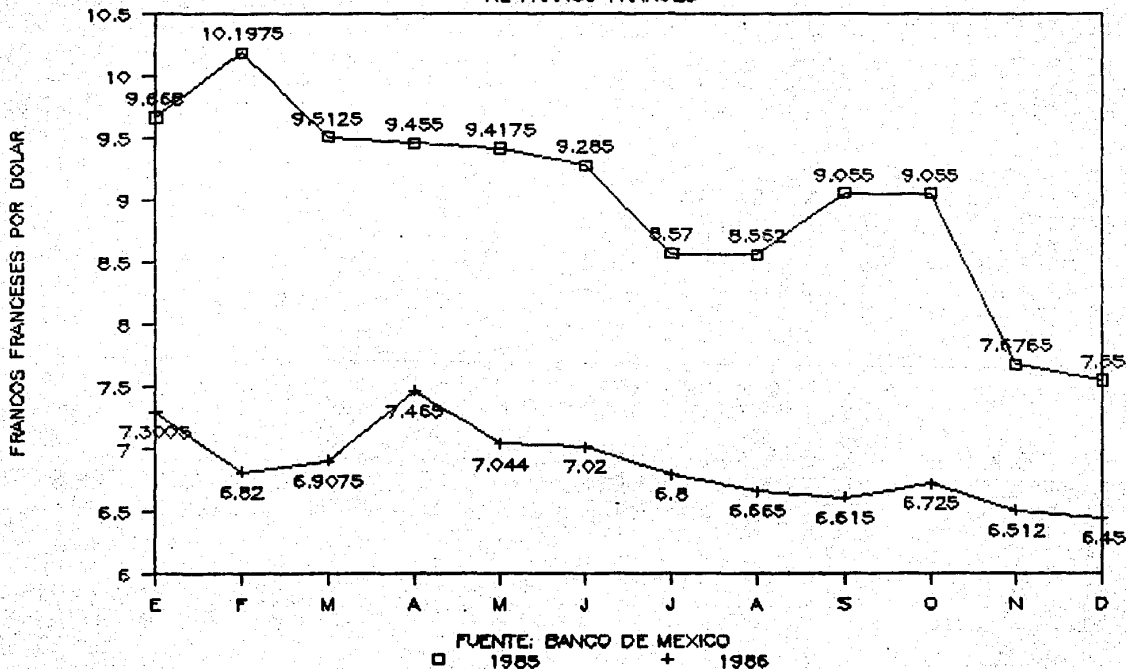


COMPORTAMIENTO DEL DOLAR FRENTE AL YEN



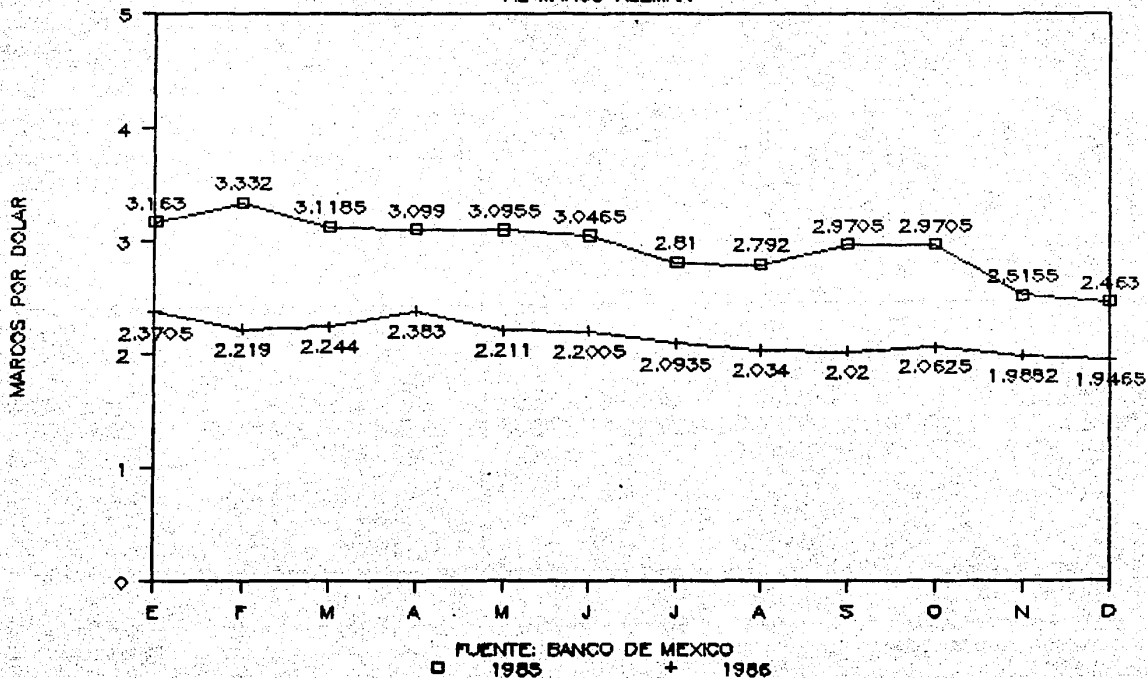
COMPORTAMIENTO DEL DOLAR FRENTE

AL FRANCO FRANCES



COMPORTAMIENTO DEL DOLAR FRENTE

AL MARCO ALEMAN



Como puede observarse la depreciación del dólar ha sido muy significativa, tal medida a provocado que los productos estado-
unidenses resulten más competitivos en el exterior, sin embar-
go, el dólar ya se ha depreciado bastante, y una baja adicio-
nal probablemente resentiría la expansión económica mundial y
al hacer subir los precios de los productos de importación, -
provocaría una mayor inflación para los Estados Unidos.

Al respecto, en un análisis de economía internacional, se -
comentaba lo siguiente:

" Comerciantes de divisas y títulos preven que el dólar con-
tinuará su desvalorización, lo que plantea una perspectiva de-
primente para Japón, donde las grandes empresas exportadoras -
que constituyen el sustento de la economía nacional, estan -
siendo duramente vapuleadas, al tornarse cada vez más caros -
sus productos valuados en yens"²

² Reuters, 31 de Marzo de 1987

IV. MERCADO DE CAMBIOS EN MEXICO

IV.1 ANTECEDENTES

En el año de 1874, hace ya más de 100 años, el peso mexicano valia más que el dólar.

Posteriormente en el periodo de 1918-1931, época en la cual el sistema monetario estaba basado en el patrón oro, la relación del peso mexicano con el dólar y con las demás monedas, estaba determinada por las proporciones de oro fino que cada una de ellas contenía.

El peso mexicano tenía asignada una equivalencia de 75 centigramos de oro en este periodo, y la correspondiente al dólar era de 150 centigramos, por lo tanto, la paridad cambiaria era de 2 pesos por 1 dólar³. (Ver gráfica No. 1)

El tipo de cambio basado en el patrón oro adquiría universalidad y permanecía fijo oficialmente a su equivalencia en oro. En la práctica, la conservación de la paridad obligaba a las demás variables del sistema económico a adaptarse al tipo de cambio establecido, que se tomaba como dato, de tal suerte que los déficits y los superávits externos, así como los medios para financiarlos, aparecían en forma simultánea. El financiamiento era automático y adquirió preponderantemente la forma de oro.

Este sistema de cambio fijo con base en el patrón oro, hacía repercutir sobre la balanza de pagos los efectos de la inflación y propiciaba que a través de dicha balanza se produjeran fluctuaciones en los salarios y los precios, la ocupación y la producción hasta producir efectos niveladores sobre el comercio exterior y el gasto interno. A cambio de estos efectos quedaba asegurada la estabilidad del tipo de cambio y la libre conversión, estableciéndose así una íntima conexión entre el valor interno y externo de la moneda. Cualquier desviación entre ambos valores promovía fuerzas que conducían al ajuste.

³ Torres G., Ricardo, Teoría del Comercio Internacional, México 1981, pag. 271.

PERIODO 1925 - 1954

Al momento de la fundación del Banco de México (1925), en nuestro país operaba, como en muchos otros países, un sistema de cambios con una paridad fija y directamente vinculada con la existencia de reservas metálicas (oro y plata).

Sin embargo, este patrón rígido que propiciaba desajustes en las balanzas de pagos fué poco a poco eliminándose, por este motivo en 1932 se abandonó dicho patrón, y se dejó flotar el peso durante 20 meses para retornar a una paridad fija.

En 1938, se volvió a establecer un periodo de flotación, el que se prolongó hasta principios de 1940.

Al igual que en el caso anterior, Banco de México regulaba el tipo de cambio para evitar movimientos bruscos.

En 1944, México formó parte del sistema financiero surgido de los acuerdos de Bretton Woods. Sin embargo, en el periodo comprendido entre Julio de 1948 y Junio de 1949 se volvió a una flotación regulada como resultado de una caída sustancial de las reservas monetarias de nuestro país.

De alguna manera, la existencia de un tipo de cambio fijo con respecto al dólar se ha constituido una especie de símbolo, motivo por el cual, en Junio de 1949 se fijó un tipo de cambio de 8.65 pesos por dólar. (Ver gráfica No. 1)

Una paridad fija entre dos divisas solo puede permanecer, en tanto las tasas inflacionarias de ambos países se mantengan dentro de rangos similares; de no ser así, la divisa del país, con un mayor índice inflacionario, irá acumulando una sobrevaluación con respecto de la otra, equivalente al diferencial en las tasas de inflación.

Un peso sobrevaluado, traerá consigo efectos tales como: los productos mexicanos resultarán más caros con respecto a los extranjeros, y por el contrario a los mexicanos les parecerán bajos los precios de productos de importación.

. Esta situación se traduce en saldos negativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos de nuestro país, así como la fuga de capitales hacia el exterior, ya que las divisas se constituyen en una mercancía barata. Esto se observó en México en estos años, por lo que para 1954, se presentó lo que el Fondo Monetario Internacional aceptó como un desequilibrio fundamental en la balanza de pagos mexicana, junto con una salida masiva de capitales, por lo que el 17 de Abril de ese mismo año, México se vió obligado a modificar su paridad cambiaria devaluando el peso al tipo de 12.50 pesos por dólar. (Ver gráfica No.1)

PERIODO 1954 - 1970

La devaluación de 1954 dejó al peso subvaluado con respecto al dólar, además, en ese momento, México contaba con reservas monetarias relativamente estables, y con líneas de crédito secundarias que le permitieron a partir de ésta fecha mantener fijo el tipo de cambio, propiciando un pequeño periodo de crecimiento económico.

De 1956 a 1967 los precios al mayoreo aumentaron 32% en México y 10% en los Estados Unidos; al mantenerse la paridad nominal del peso mexicano, se sobrevaluó 17% en términos reales frente al dólar. (Ver cuadro No. 1)

La inflación posterior a los años setenta aumentó en gran medida, sin embargo, en Estados Unidos también se aceleró la inflación, de tal manera que la sobrevaluación del peso fue menor. En total de 1956 a 1971, los precios al mayoreo crecieron en México 52% y en los Estados Unidos 26%, manteniéndose la misma paridad peso/dólar.

El aumento del gasto público, cuya participación en el PIB pasó de 4.4% en 1956 a 8.1% en 1971 contribuyó de manera importante a incrementar la inflación.

El mayor gasto incrementó el déficit del sector público, y para financiar éste, se recurrió a la creación de dinero y al endeudamiento interno y externo.

PERIODO 1970 -1976

En este sexenio el incremento del gasto público fué notorio, perdiéndose la disciplina presupuestaria (Ver gráfica No. 2). La participación del gasto público corriente en el PIB pasó de 8.1% en 1971 a 8.5% en 1972 y a 10% en 1975. El incremento de la inversión pública fué mayor también, su participación pasó de 5% en 1971 a 8.7% en 1975.

Por lo que toca a la balanza de pagos, la cuenta corriente registra en 1975 el peor déficit del sexenio, ubicándose éste en -4442.6 millones de dólares (Ver gráfica No. 3)

La cuenta de capital se ve incrementada principalmente por la entrada de recursos vía endeudamiento externo (Ver gráfica No.4) A consecuencia de lo dicho anteriormente, el servicio de la deuda también se ve aumentado notablemente (Ver gráfica No. 5)

Por lo que concierne a las reservas internacionales también registran en 1976 el mayor déficit en esa década, ubicándose en -1003.9 millones de dólares (Ver gráfica No. 6)

Por otra parte para financiar el déficit del sector público, se recurrió al endeudamiento externo, proporcionando el 32% de las necesidades financieras netas en 1971 y 50% en 1975.

Sólo de ésta manera se logró mantener erróneamente el tipo de cambio a 12.50 pesos por dólar hasta Diciembre de 1976.

La causa principal del desequilibrio monetario que sufre México en este periodo, es el derroche de recursos financieros del sector público, que llevó al gobierno de Luis Echeverría al desmedido endeudamiento externo, aumento de impuestos, de circulante y a enormes déficits presupuestales que provocaron un alza general de precios y a la disminución de la producción.

En el mismo año de 1976, el Banco de México permitió en toda la República la apertura de depósitos a 3 y 6 meses en dólares para residentes, hasta por un 10% del pasivo exigible de las instituciones de depósito y financieras.

La dolarización interna activó una reconversión de pasivos en moneda nacional a pasivos en moneda extranjera, ya que resultaba más conveniente la dolarización del sistema bancario que la dolarización en el exterior, porque ésta última implicaba un abatimiento de las reservas internacionales y no así la primera.

Conforme se dolarizaba la economía en un afán de sostener el tipo de cambio a cualquier precio, el sector público se endeudaba a corto y a largo plazo, así, la especulación privada contra el peso y la dolarización se convertían en deuda pública.

Bajo estas bases resultaba fácil advertir la devaluación de nuestra moneda. Es así como en Septiembre de 1976 después de un breve periodo de flotación, fijaron un nuevo tipo de cambio promedio de 19.80 pesos por dólar (Ver gráfica No. 7). A partir del 27 de Octubre de ese mismo año se vuelve adoptar el régimen de flotación y el precio del dólar se incrementa nuevamente, el primer día de 26.90 pesos por dólar cerrando el mes a una paridad de 25.50.

La fuerte demanda que ocasionó ésta nueva devaluación, se explica fundamentalmente por factores de orden psicológico: el temor infundado de una nueva devaluación, que ocasionó que el público hiciera compras de pánico de dólares. Esto rompió con el equilibrio de la oferta y demanda de divisas logrado con la primera devaluación. Así, en dos meses la devaluación fué de más del 100%.

En resumen, el gobierno mexicano por ignorancia o por tratar de llevar adelante un sinúmero de programas, sin ninguna previsión y responsabilidad de los efectos que producirían no disminuyó el gasto público, por el contrario el derroche de recursos fué evidente. Para ser objetivos, se tuvo que recurrir a la de-

valuación como consecuencia de las políticas poco realistas del gobierno mexicano.

PERIODO 1976 - 1982

En el sexenio del presidente José López Portillo se siguió una pauta similar a la del sexenio anterior; en 1977, la inversión y el gasto público se mantuvieron virtualmente constantes, pero en los años siguientes se incrementó el presupuesto provocando una rápida inflación; en este periodo el valor nominal del peso prácticamente se mantuvo, y en forma similar al sexenio anterior en el último año se devaluó fuertemente el peso.

Por otra parte, el gasto público aumentó casi 50% y la inversión pública se duplicó de 1977 a 1981 en términos de volumen. El déficit del sector público aumentó del 6.8% del PIB en 1977 a 12.6% en 1981, este déficit se financió a través de la creación del dinero y vía endeudamiento externo.

La inflación se desató sin medida y los precios al mayoreo crecieron 16% en 1977 y 1978; 18% en 1979, 24% en 1980 y 25% en 1981, mientras que el tipo de cambio se mantuvo entre 22.50 y 23.50 pesos por dólar hasta principios de 1981.

La sobrevaloración del peso fue considerable, a fines de 1981 ya era de 29% con respecto a 1977, y de 21% comparada con 1971 y de 35% comparada con 1956 (Ver cuadro No. 1).

De tal manera, la devaluación se evitó mediante el aumento de los ingresos petroleros y vía deuda externa, la cual en el lapso de 1978 a 1981 alcanzó niveles record y por consiguiente el servicio de la misma también se vio incrementado considerablemente (Ver gráfica No. 5).

El saldo de la cuenta corriente en la balanza de pagos, se empezó a incrementar a partir de 1981 (Ver gráfica No. 3), pero fue más difícil lograr la reducción de déficit presupuestal, no obstante que el ritmo del aumento del gasto público mostraba

una tendencia decreciente.

De ésta manera se alcanzó por primera vez en cinco años un superávit en la balanza comercial a partir del segundo trimestre de 1982.

El manejo del déficit presupuestal no se pudo corregir eficientemente, debido al deterioro de la situación económica, lo anterior se reflejó en ingresos fiscales menores a lo planeado.

La economía a partir de 1982 entró en un proceso de recesión inflacionaria, en el que a mayor inflación se observa menor producción, es decir, a partir de un cierto nivel de inflación "crítica", el incremento en la volatilidad de precios, genera un retiro de recursos financieros de actividades productivas en favor de especulación, y esto a su vez, provoca un decaimiento de la producción.

La gráfica No. 8 ilustra este fenómeno por medio de la conocida curva de Phillips, que relaciona la tasa de inflación con la tasa de crecimiento de la producción.

Así es como el 17 de febrero de 1982 se decide devaluar el peso, anunciando el retiro de Banco de México del mercado cambiario. De ésta forma se pasó de una paridad de 26.00 pesos por dólar al inicio del año a 36.00 pesos en febrero, esto significó una devaluación de un 38%.

El aumento en la demanda de dólares no pudo ser detenido así como en ese año se muestran salidas muy grandes de capital debido a la desconfianza y al temor de una nueva devaluación, esto fué registrado en la cuenta de errores y omisiones de la balanza de pagos (Ver gráfica No. 9).

El 5 de agosto de 1982 se decide volver a devaluar el peso, apareciendo los llamados mexdólares el 13 de agosto de ese mismo año.

La situación económica del país se encontraba muy inestable.

En el mes de septiembre el presidente José López Portillo mencionaba lo siguiente:

" Tenemos que organizarnos para salvar nuestra estructura productiva y proporcionarle los recursos financieros para seguir adelante; tenemos que detener la injusticia del proceso perverso fuga de capitales-devaluación-inflación (...).

Estas son nuestras prioridades críticas (...) para responder a ellas he expedido en consecuencia dos decretos:

Uno que nacionaliza los bancos privados del país, y otro que establece el control generalizado de cambios para combatir la crisis con ésta nueva estrategia "⁴

Las características principales de este control que duró tres meses y medio fueron:

- Prohibición de sacar del país moneda nacional, divisas y oro.
- Derecho de comprar hasta 500.00 dólares por viajero.
- Todas las obligaciones domiciliadas en el país contratadas por las empresas e instituciones de crédito, serían redimidos en moneda nacional al tipo de cambio del día, apoyados por el Artículo No. 9 de la Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos, vigente a esa fecha.
- Tanto embajadas como organismos internacionales disfrutaban de divisas libres.
- Racionalización de divisas para las importaciones, pagos de adeudos al extranjero e intereses a proveedores.

Todo lo anterior provoca la aparición de un mercado negro de divisas. Y es el 13 de Diciembre de 1982 que por disposiciones de las autoridades monetarias se deroga el control generalizado de cambios, y se reglamenta un mercado dual de cambios, apareciendo así, el mercado libre y el mercado controlado. Al mismo tiempo se devalúa una vez más el peso mexicano para cerrar el año en 148.0 pesos por dólar.

⁴ López Portillo, José, VI Informe de Gobierno, Septiembre 1982

El peso frente al dólar se devaluó 454% entre Febrero y Diciembre de 1982.

Ante esto, la estrategia cambiaria a partir de 1982 descansó en la implementación de una subvaluación que desestimularía la demanda de divisas, estrategia que por sí misma significaba una presión inflacionaria que disminuiría a medida que se redujera el margen de subvaluación y esto ocurriría en un plazo no muy largo, pues el diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos se encargaría de cerrar la brecha de subvaluación en forma por demás acelerada.

Lo anterior implicaba que la estrategia cambiaria estaba instrumentada para el corto plazo, ya que de mantenerse por un periodo largo estimularía la demanda de dólares y provocaría una presión inflacionaria al elevar en moneda nacional los costos de insumos de importación y los pagos de servicio de la deuda externa.

IV.2 POLITICA CAMBIARIA 1983 - 1986

EL BIENIO 1983 - 1984

La estrategia para este periodo comenzó en Diciembre de 1982 con la derogación del control generalizado de cambios, sustituyéndolo por un control de cambios con tres paridades que posteriormente se convertiría en dual y con un margen de subvaluación del orden del 100% para el tipo de cambio libre y de 28.1% para el tipo de cambio controlado. Esos márgenes serían suficientes para cubrir la brecha inflacionaria entre México y Estados Unidos para el bienio 1983-1984 acompañado de un deslizamiento de 13 centavos diarios desde ese momento a la paridad controlada y a partir de Septiembre de 1983 para la paridad libre.

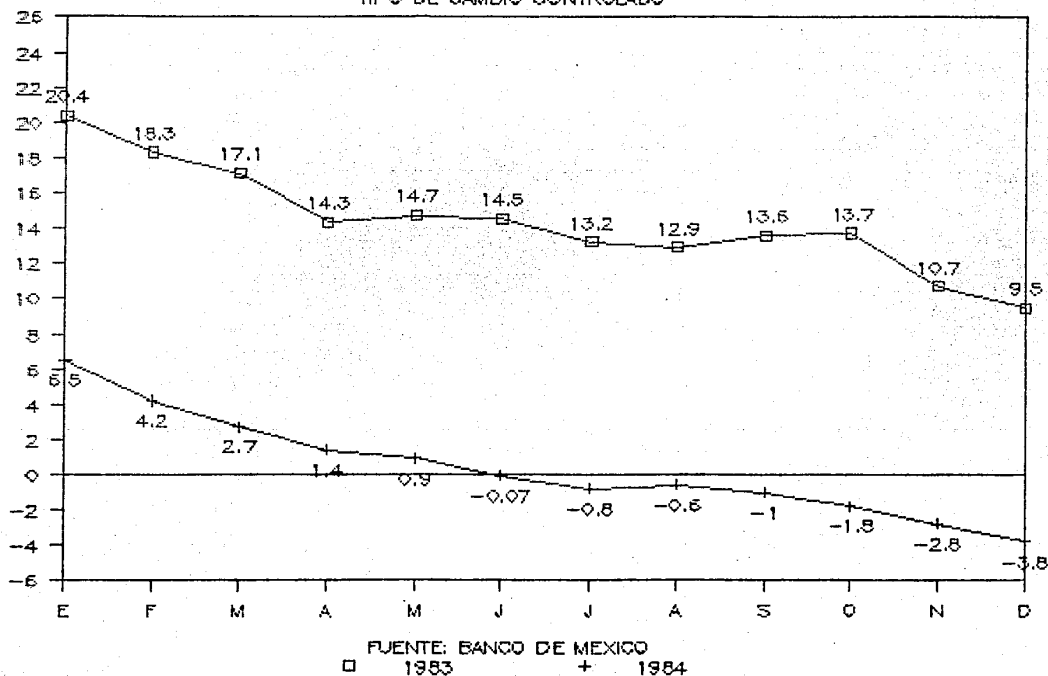
Por lo que concierne a la balanza de pagos ésta reflejó un saldo positivo de 3100.8 millones de dólares en 1983 y de 3200.8 en 1984, comparado con el saldo negativo de -3184.7 registrado en 1982 (Ver gráfica No. 10). Mientras que la balanza comercial tuvo un crecimiento del 102.58% en 1983 y de 90.52% en 1984 comparado con el año de 1982 (Ver gráfica No. 11). En consecuencia a lo anterior, la cuenta corriente también se vió incrementada en 1983, al concluir el año en 5418.4 millones de dólares en comparación con 1982 la cual registró un saldo negativo de -6220.9. En lo que respecta a 1984 el saldo en ésta cuenta registró un descenso de 21.78% con respecto a 1983, esto debido principalmente a que después de permanecer subvaluado el peso en el año de 1983, terminó con una ligera sobrevaluación en el año de 1984 (Ver gráfica No. 3).

Entre 1983 y 1984 la inflación en México creció en 187% en forma acumulada mientras que en Estados Unidos en 8% lo que implicó que el margen de subvaluación para el tipo de cambio libre se redujera de un 23.3% en Diciembre de 1983 a 5.2% al término de 1984- y que la paridad controlada se sobrevaluara ligeramente en 3.8% en comparación con la subvaluación de Diciembre de 1983 que fué de un 9.5% lo anterior explica el porque la balanza comercial se vió disminuida en 1984, ya que el desliz cambiario no fué suficiente para cubrir la brecha inflacionaria entre México y Estados Unidos y al descender el porcentaje de subvaluación en 1984 nuestros productos se encarecieron en el extranjero y para México los productos de importación resultaban más baratos.

A continuación se muestra el margen de subvaluación del tipo de cambio libre y controlado en 1983 y 1984.

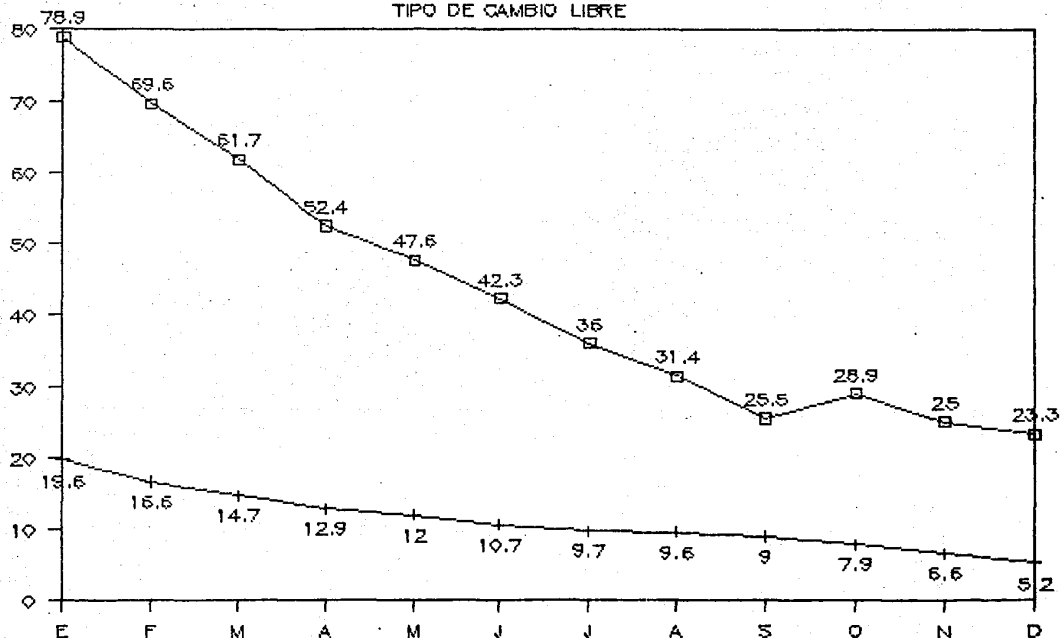
MARGEN DE SUBVALUACION DEL

TIPO DE CAMBIO CONTROLADO



MARGEN DE SUBVALUACION DEL

TIPO DE CAMBIO LIBRE



FUENTE: BANCO DE MEXICO

□ 1983

+ 1984

Con esto se denotaba, por un lado, que la estrategia había funcionado, puesto que la estabilidad retornó al mercado cambiario - en este periodo, sin embargo, se evidenciaba que el ritmo de deslizamiento era insuficiente, ya que para mantener la subvaluación tendría que aumentarse la depreciación sustantivamente, con sus correspondientes efectos sobre los costos de insumos y pagos de deuda externa expresados en moneda nacional.

1985 ROMPIMIENTO DE LA ESTABILIDAD CAMBIARIA

Al comenzar el año de 1985 la inflación rebasó los límites esperados y desde el primer bimestre del año, el tipo de cambio libre registró una sobrevaluación, lo que no ocurría desde que se implantó la estrategia cambiaria.

Ante ello sucedió lo previsible: el ritmo de deslizamiento aumentó de 17 a 21 centavos diarios desde el 6 de Marzo de 1985, lo que alentó actividades de tipo especulativo que tampoco se habían presentado en los años anteriores.

Aunado al repunte inflacionario, el precio del petróleo de exportación bajó, y los precios internacionales del crudo en el mercado spot declinaron notablemente hacia el mes de Mayo, estimulando expectativas de una modificación cambiaria importante ante la disminución de ingresos de divisas por exportación, así es como al finalizar 1985 se registró un declive del 11.18% en comparación con los ingresos obtenidos en 1984, al pasar de 14,970.6 millones de dólares a 13,297.1 en 1985.

Hacia el mes de Junio la especulación cambiaria ya se había saturado y corrían rumores de que una macrodevaluación ocurriría -- después de los comicios del 7 de Julio de ese mismo año. En este mismo mes se volvió a registrar una nueva baja en el precio del barril de petróleo tanto del Maya como de Istmo.

En los primeros días de Julio el peso se encontraba sobrevalua

do en más de un 7%. En esos momentos la especulación se había reflejado ya sobre la cotización libre, y la demanda rebasaba los montos disponibles para ese mercado. En ese entonces, era posiblemente ya tardía una modificación cambiaria que regresara la cotización peso-dólar a niveles importantes de subvaluación, parecía lo más conveniente pues el mercado libre aún estaba bajo control oficial. Pero ello no ocurrió, y en su lugar el Banco de México anunció el 11 de Julio su retiro del llamado mercado libre de divisas, lo que desembocó finalmente en una macrodevaluación, además de perderse el control oficial de la paridad libre.

Claro está, que se retornó a un estado de subvaluación, pero ya no regulado por el banco central y a merced de embates especulativos.

Además del retiro del mercado libre de divisas se tomaron medidas en cuanto a la paridad controlada:

- El 25 de Julio el tipo de cambio controlado se devaluó en 20% y comenzó a deslizarse 25 centavos diarios hasta el 4 de Agosto.

- A partir del 5 de Agosto se suspendió el sistema de deslizamiento fijo diario que se le venia dando desde el 6 de Marzo, para dar paso a un sistema de flotación regulada que estaría determinado por:

La oferta y demanda de divisas dentro del mercado controlado, el monto de las reservas internacionales del país, la evolución interna y externa de los precios, la situación relativa de distintas monedas extranjeras y otros factores relevantes.

El nuevo sistema de flotación dió lugar a las siguientes paridades dentro del mercado controlado:

- a) El tipo de cambio controlado de equilibrio, cuyo nivel se determinaría en sesiones efectuadas en el Banco de México, con asistencia de representantes de 6 o 7 instituciones de crédito y Banco de México, a fin de concentrar la oferta y demanda de divisas y en base a ello, fijar la paridad.
- b) El tipo controlado de ventanilla, que sería aplicado al de mandante de la divisa al precio del día si este no deseaba esperar a conocer el tipo de equilibrio de la siguiente se sión. Cabe señalar que el tipo de equilibrio que se fija - en cada sesión se opera con fecha valor 48 horas.

Con la devaluación del 20% del tipo de cambio controlado se regresó dicha paridad a un estado de subvaluación, que no perdería ya, en el resto del año, pero el sistema de flotación implicó que entre Junio y Diciembre de ese año se depreciara el peso frente al dólar en un 62% y en todo el año un 93%, impactando costos de insumos y pago de deuda externa, expresados en moneda nacional.

Por lo que toca al denominado mercado super libre se registraron fuertes embates especulativos hacia el mes de Octubre después del anuncio de que se derogaba la mecánica de subasta para fijar rendimientos de cetes. Los capitales especulativos refugiados en el mercado de dinero se volcaron sobre la compra de dólares en tan sólo 14 días, del 18 al 31 de Octubre, el peso perdió frente al dólar 93 unidades. Los rumores señalaron que se trataba de una presión sobre Banco de México para que se regresara al sistema de subasta de cetes, lo que en cierta medida se comprobó cuando se pactó el retorno de tal mecánica y las presiones sobre el peso disminuyeron notablemente.

No obstante, al término de 1985 el saldo de la balanza comercial y el de la cuenta corriente disminuyeron en un 35.04% y 21.77% respectivamente en comparación con 1984 (Ver gráfico No. 3 y 11).

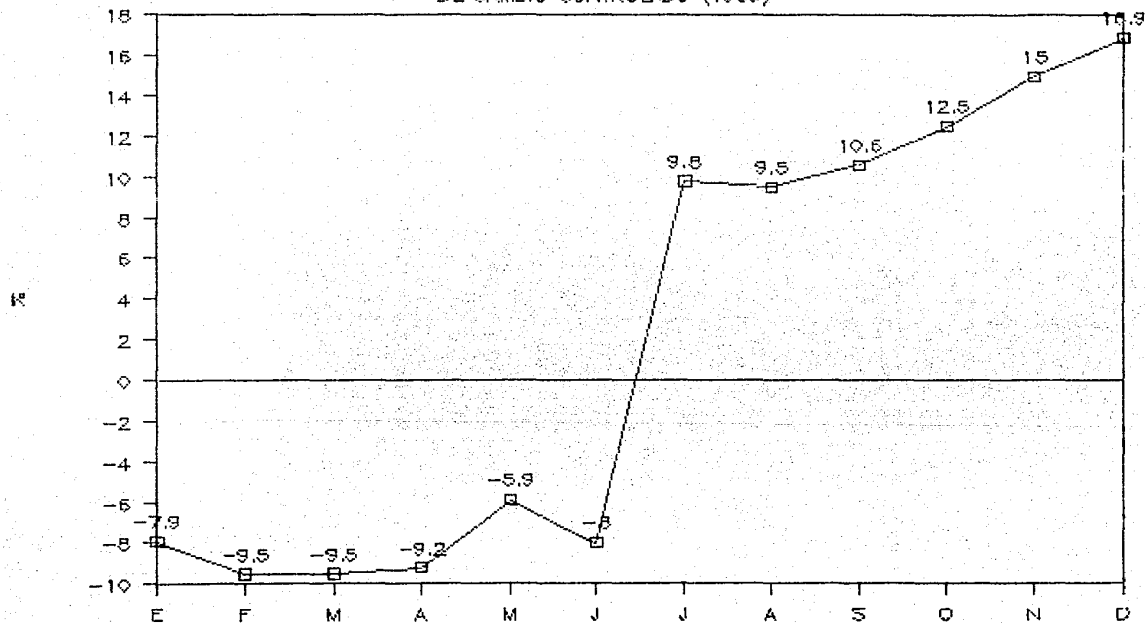
Así mismo la balanza de pagos registró en 1985 un saldo negativo de -2328.4 millones de dólares, cabe mencionar que en las tres fuertes devaluaciones del peso que fueron en 1976, 1982 y 1985 el saldo de la balanza de pagos ha sido negativo (Ver gráfica No.10)

Al término de este año la paridad libre se había devaluado en 125%, la estabilidad cambiaria del bienio anterior se había roto y además se había perdido el control oficial del mercado.

Sin embargo, la subvaluación del peso cerró el año en un 48.8% para el tipo de cambio libre y un 16.9% para el tipo de cambio controlado, como se muestra a continuación.

MARGEN DE SUBVALUACION DEL TIPO

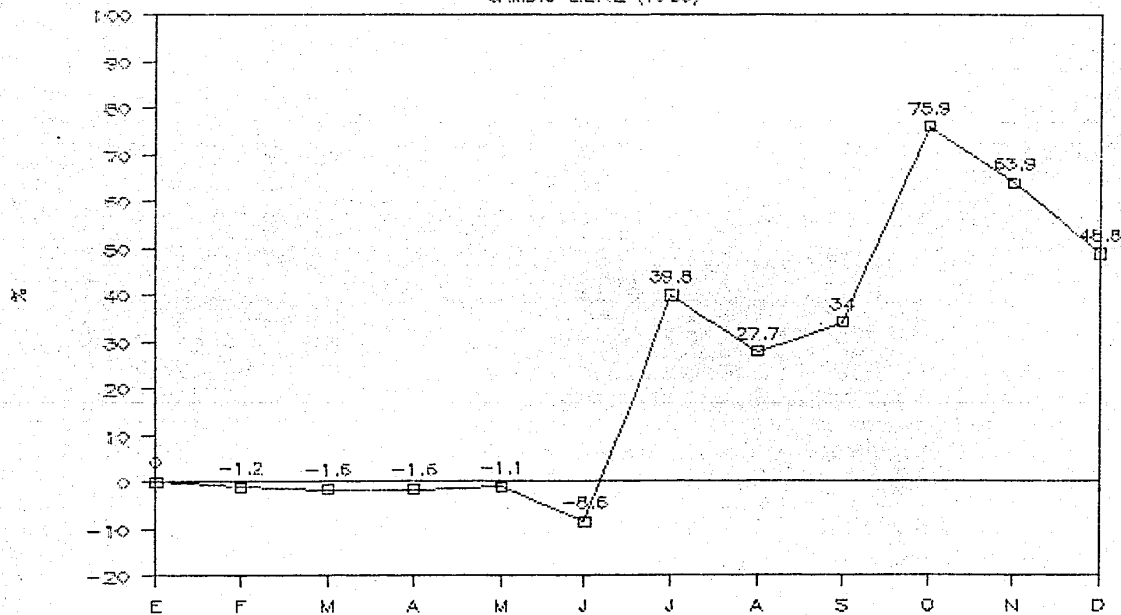
DE CAMBIO CONTROLADO (1985)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

MARGEN DE SUBVALUACION DEL TIPO DE

CAMBIO LIBRE (1985)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

1986 EL PEOR AÑO PARA EL TIPO DE CAMBIO CONTROLADO

Cabe poner énfasis en la depreciación de tipo de cambio controlado puesto que sus efectos fueron significativos sobre la economía en su conjunto.

Esta paridad pasó de 372.00 pesos al final de 1985 a 925.30 pesos por dólar al cierre de 1986, implicando un deterioro del 148.74%. Tal comportamiento pareció poco explicable si se toma en cuenta que su manejo es oficial, es decir, no está sujeto a especulaciones y está destinado a los pagos prioritarios del país hacia el exterior. Por lo anterior pueden plantearse las siguientes reflexiones:

- El deslizamiento tan acelerado encareció en la misma proporción el costo de las importaciones expresadas en moneda nacional, lo que resulta difícil de explicar, pues por un lado se impactaron los costos, alimentado el proceso inflacionario, y por otra parte, las importaciones prioritarias para el país se convirtieron en una pesada carga financiera, en un contexto en que se deben estimular y apoyar la reactivación económica y garantizar el abasto de productos prioritarios.
- El pago del servicio de la deuda externa, también se infló en la misma proporción de la devaluación del tipo de cambio, causando estragos en las entidades con deuda externa, destacando el sector público, principal deudor del país, puesto que los gastos financieros se incrementaron significativamente, lo que contribuyó a incrementar el déficit público, cuando su abatimiento ha sido uno de los principales propósitos de política económica desde Diciembre de 1982.

A manera de ejemplo, puede citarse que en el Presupuesto de Egresos de la Federación de 1986 se supuso una paridad de 481.00 pesos por dólar al cierre de año y si en realidad fué de 925.00-pesos, implica que por cada dólar pagado el impacto fué de 444.00 pesos.

Si el pago del servicio de la deuda externa se estimó en 10,000 millones de dólares, el impacto cambiario asciende, sobre el presupuesto original, a 4.4 billones de pesos, es decir, un tercio del déficit estimado para todo el año.

Claro está que la inflación rebasó ampliamente la meta y el tipo de cambio real se ubicó al término de 1986 en 645.00 pesos, lo que implica que una política realista debió haber ubicado la paridad oficial en esa cifra, es decir, que sobre el tipo de cambio real, la paridad oficial fué mayor en 280.00 pesos y el impacto cambiario, bajo la base de un pago de servicio de deuda externa, de 10,000 millones de dólares, fué del orden del 2.8 billones de pesos.

De lo anterior se desprende que los esfuerzos nacionales, de ajustes presupuestales, adelgazamiento del sector público y ajustes de precios y tarifas fueron nulificados por una política cambiaria que parece poco acorde con las necesidades del país. Más aún, la política cambiaria debe ser un apoyo y no un obstáculo a la consecución de los objetivos globales de política económica.

En cuanto al tipo de cambio libre, se registró una devaluación menor que la observada en el mercado controlado, no obstante, que el primero está sujeto a presiones de tipo especulativo. La devaluación de este tipo fué de 105.64 al pasar de 443.00 a 911.00 pesos por dólar. Sin embargo, pese al repunte inflacionario la cotización se mantuvo dentro de los límites previstos e incluso no rebasó la barrera de los 1,000 pesos como se preveía dos o tres meses antes de finalizar 1986.

Sobre el comportamiento de esta paridad pueden hacerse las siguientes consideraciones:

- La paridad denominada libre, registró una depreciación igual al crecimiento de la inflación lo que propició que el margen de subvaluación se mantuviera en los niveles observados el final de 1985.
- El repunte inflacionario también fué factor decisivo en su comportamiento durante 1986, sin embargo, cabe agregar que al contraerse la inversión la divisa fué buscada como refugio. A este punto, hay que añadir que la poca disponibilidad de divisas en el mercado provocó que el libre fuera la fuente de divisas suplementarias, sin embargo, el bajo nivel de inflación evitó fuertes presiones sobre la cotización, por ese concepto.
- Puede agregarse, que dentro de un esquema de control de cambios, la paridad libre supera normalmente a la sujeta a control, lo que es explicable porque ésta última supuestamente es preferencial e inclusive se utiliza para pagos prioritarios. En base a ello, es normal que el tipo libre registre una cotización más alta que la controlada, y si ésta última aceleró su deslizamiento la libre se comportó en igual manera. No obstante no hay que descartar la hipótesis que plantea una próxima unificación de paridades y por lo menos a lo largo de 1986 pareció que eso se buscaba.
- En base a lo anterior puede resaltarse que el cierre diferencial entre el tipo libre y el controlado pareció una estrategia para que los importadores (principalmente) acudieran al mercado libre a solventar sus necesidades de divisas ante la imposibilidad de satisfacerlas en el mercado controlado, sin que existiera la barrera psicológica en el sentido que en el libre les costaría ligeramente más la divisa. Al respecto pue

de comentarse que mientras que en Enero el diferencial entre las dos paridades fué de 42.00 pesos, al cierre de 1986 fué de apenas 1.7 pesos.

FACTORES QUE INFLUYERON SOBRE EL MERCADO CAMBIARIO DURANTE 1986

Por último, cabe señalar algunos de los principales factores que influyeron sobre el mercado cambiario durante 1986:

- El desplome de precios del petróleo. La abrupta caída de los precios del petróleo significaron para el país merma del orden de 8,600 millones de dólares, monto que redujó en un 49.25% el saldo de la balanza comercial con respecto a 1985 (Ver gráfica No.11) con el correspondiente efecto sobre la cuenta corriente (Ver gráfica No. 3). De ésta forma se incrementó el precio del dólar a través de un ritmo de deslizamiento mayor, que se aceleró propiamente a partir del mes de Junio. registrando alzas abruptas que hacia el mes de Agosto rebasaron los 2.00 pesos diarios, cifra que duplicó el nivel de deslizamiento diario en los primeros 5 meses del año.
- El repunte inflacionario y el mantenimiento de un alto nivel de subvaluación. El repunte inflacionario observado propiamente desde principios de año al tiempo de un sustancial descenso en el ritmo de la inflación de Estados Unidos planteaban la posibilidad de un cierre del margen de subvaluación que no va acorde con la política de mantener subvaluado en un alto margen el tipo de cambio frente al dólar, por tanto, ello se evitó acelerando el ritmo de deslizamiento en forma más que proporcional que el ensanchamiento de la brecha inflacionaria entre México y Estado Unidos, de ahí -

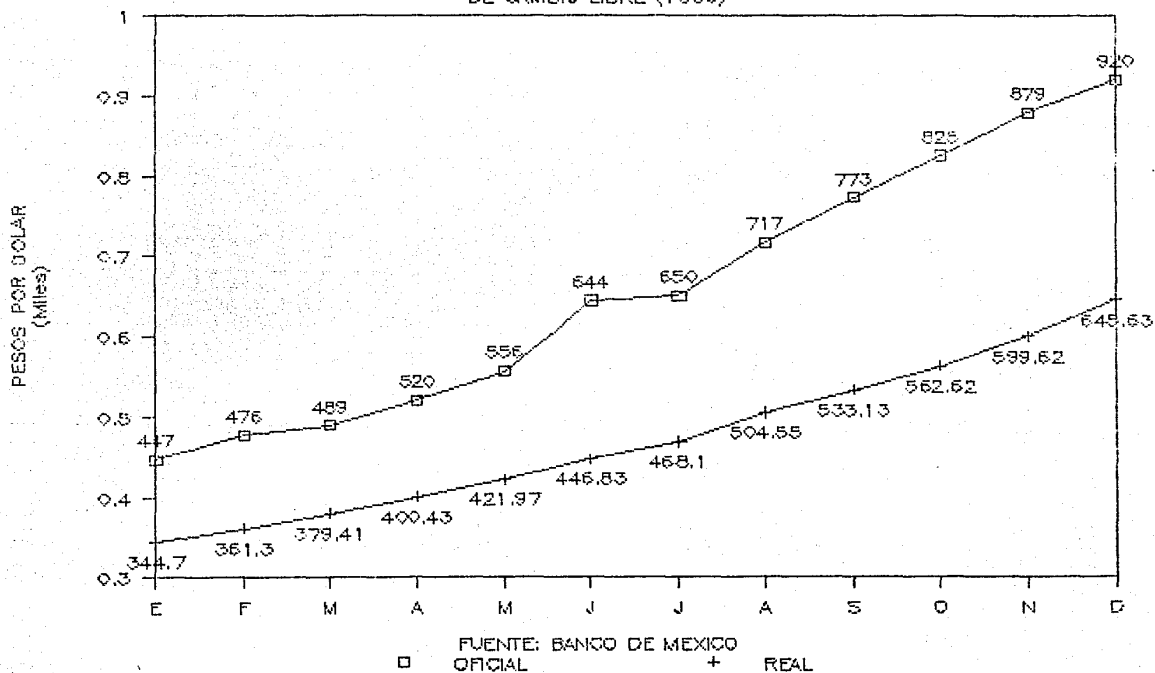
- que no solamente no se cerró la subvaluación sino que se amplió más, alcanzándose incluso hacia el segundo semestre los niveles más altos de subvaluación que se hayan registrado para la paridad controlada en los últimos cuatro años.
- Fomento para exportaciones no petroleras y desestímulo para otras actividades que demandan divisas. El aumento de exportaciones no petroleras ha sido un objetivo desde la crisis de 1982, sin embargo, ante el desplome de ingresos de divisas por el debacle petrolero se priorizó aún más tal objetivo, de tal manera que se intentó estimular tales exportaciones a través de un tipo de cambio atractivo con una brecha muy pequeña con respecto al tipo de cambio libre, que de hecho se cerró a fines de año, de tal manera que se indujera a los exportadores a que además de aumentar sus ventas al exterior, ingresaran al país el producto de tales ventas.

Pero adicionalmente a los objetivos por el lado de fomentar las exportaciones no petroleras, y captar realmente tales divisas se trató de desestimular la demanda de ellos por parte de aquellos sectores que comunmente las demandan, entendiéndose como estos al sector productivo, dependiente de insumos y bienes de capital de exterior, ante la poca disponibilidad de ellas. El desestímulo fué por el lado de aumentar su cotización, que si bien impactó los precios, también desestimuló la demanda, siendo uno de los efectos principales de tal acción, el de un desplome del nivel de inversión, reflejado en un descenso del ritmo de las importaciones que para Diciembre de 1986 se ubicaron en más de un 30%.

A continuación se presentan las paridades reales y oficiales y el margen de subvaluación del tipo de cambio libre y controlado durante 1986.

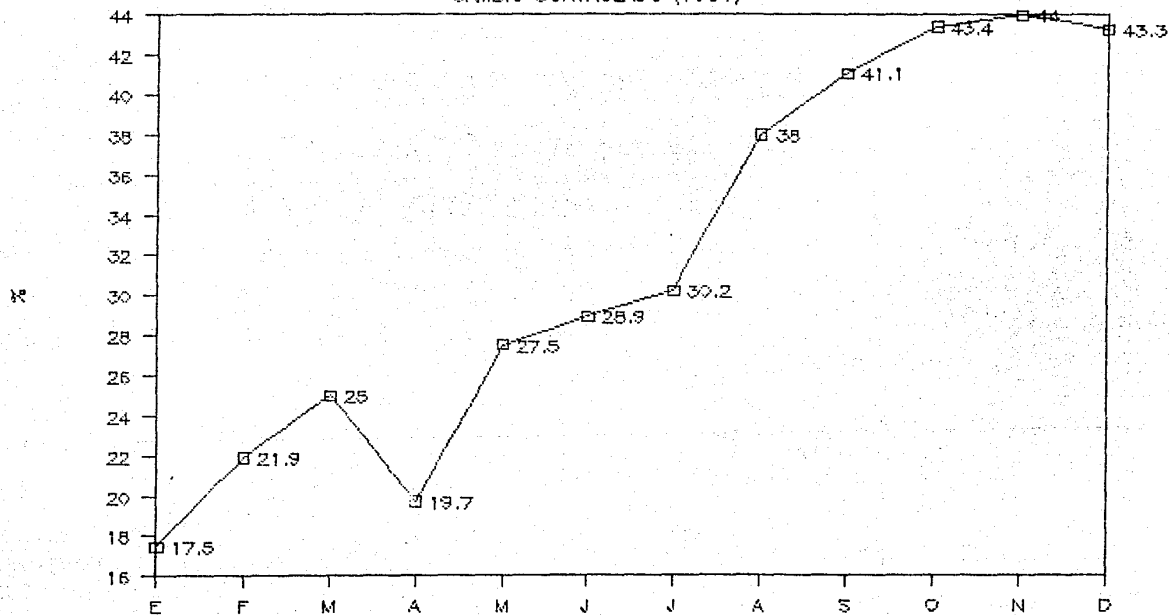
PARIDADES OFICIALES Y REALES DEL TIPO

DE CAMBIO LIBRE (1986)



MARGEN DE SUBVALUACION DEL TIPO DE

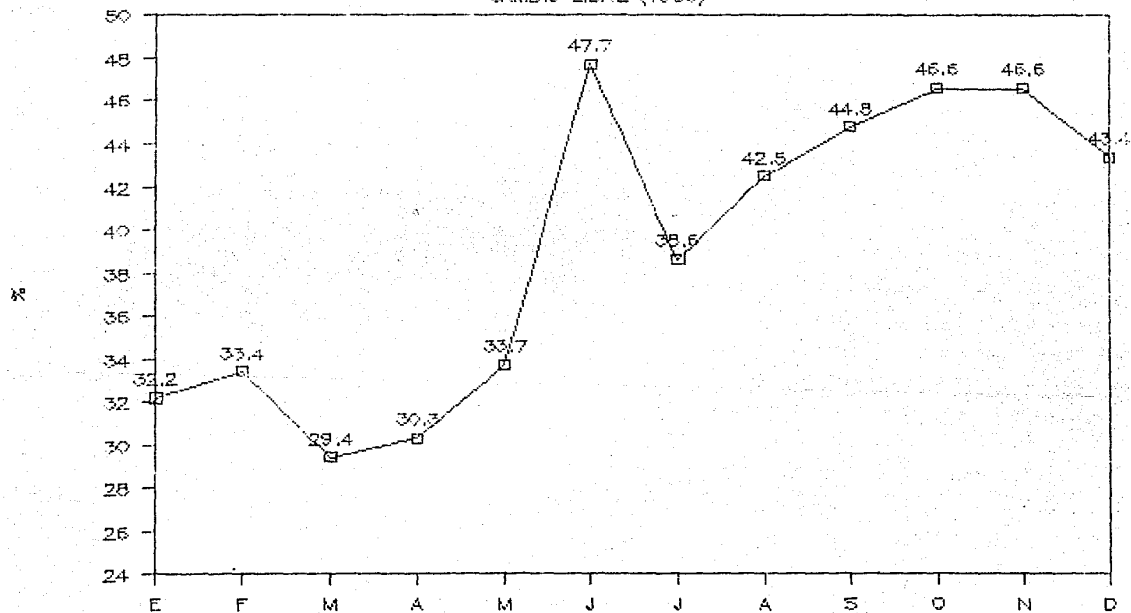
CAMBIO CONTROLADO (1986)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

MARGEN DE SUBVALUACION DEL TIPO DE

CAMBIO LIBRE (1986)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

IV.3 FACTORES QUE DETERMINAN LA PARIDAD CAMBIARIA REGIMENES CAMBIARIOS

Es importante especificar cuales son los tipos de regimenes-cambiaros adoptados en México, ya que estos indicarán cual es el grado de participación del Banco Central en el mercado cambiario; a continuación los explicaré brevemente:

1. Régimen cambiario de tipo fijo. México ha estado bajo este régimen en diferentes periodos de tiempo, la etapa más reciente fué en el periodo comprendido entre 1954 y 1976. Para ilustrar esto, en la gráfica No. 1 se muestra la cotización del pesos contra el dólar americano, en donde se puede apreciar que dicha cotización se mantuvo fija a un nivel constante de 12.50 pesos por dólar. La característica principal de este régimen es que el Banco Central se compromete a mantener el tipo de cambio a un nivel preestablecido, lo cual logrará a través de intervenir continuamente en el mercado, es decir, si en el mercado existe un exceso de demanda por moneda extranjera el banco central tendrá que vender parte de sus reservas internacionales para satisfacer dicho mercado. En el caso de que exista un exceso de oferta, el Banco Central comprará divisas a cambio de moneda nacional, incrementando de ésta manera sus reservas.
2. Régimen de tipo de cambio flexible. La característica principal de este régimen, es que el Banco Central no participa en la determinación del tipo de cambio. Este se ajustará a las condiciones del mercado, de tal manera que continuamente la oferta de moneda extranjera sea igual a la demanda. Por lo tanto, no existirán excesos de demanda por moneda extranjera, y el Banco Central no se verá obli

gado a modificar sus reservas internacionales para equilibrar el mercado. Es decir, todo el ajuste se llevará a cabo a través del tipo de cambio.

Cabe mencionar que en los mercados cambiarios internacionales las principales divisas fuertes en el mundo, tal como el marco alemán, el yen japonés, el franco suizo y la libra esterlina, se encuentran sujetas a un régimen cambiario de tipo de cambio flexible contra el dólar americano.

3. Régimen cambiario de flotación regulada. El peso mexicano estuvo sujeto a este régimen cambiario a partir de finales de 1977 a Agosto de 1982. La característica principal de este régimen es que el Banco Central participa parcialmente en el ajuste de los desequilibrios en el mercado cambiario, estando complementado por movimientos regulados en el tipo de cambio. Esto se puede observar en la gráfica No.7, en donde se muestra como el tipo de cambio del peso contra el dólar mantuvo una tendencia creciente, pero ordenada. Eventualmente, los excesos de demanda registrados en el mercado cambiario fueron de tal magnitud, que fué inevitable una devaluación brusca en el tipo de cambio. Para que una flotación regulada sea sostenible se requiere que la tasa de depreciación diaria de la moneda nacional sea consistente con el resto de las variables económicas, tal como la tasa de inflación, las tasas de interés, la política fiscal y la política comercial. En caso contrario, el régimen tenderá a colapsar. Este régimen cambiario muy similar al de tipo de cambio fijo, por lo que los puntos hechos en la discusión de dicho régimen, se aplican también al de flotación regulada.
4. Régimen cambiario dual. A partir de Agosto de 1982, como resultado de la grave crisis cambiaria en la que se encon

traba México, el peso mexicano se sujetó a un régimen cambiario de tipo dual. Este régimen consiste en tener tipos de cambio diferentes para diferentes clases de operaciones. En particular, en México se tiene:

- a) El tipo de cambio controlado, aplicable a las operaciones derivadas de:
 - 1. Importación y exportación de mercancías
 - 2. Transacciones asociadas con maquiladoras
 - 3. Pagos de regalías para uso de tecnología
 - 4. Pago del principal, intereses y gastos asociados - resultantes de créditos del exterior al sector público y al privado
- b) El tipo de cambio libre, aplicable a operaciones cambiarias no listadas en el inciso anterior.

Como es obvio el tipo de cambio libre ha sido consistentemente mayor al tipo de cambio controlado. Para evitar que se genere arbitraje entre ambos mercados, es necesario introducir conjuntamente con este régimen un control de cambios, el cual consiste en regular y controlar todas las operaciones que califican para ser efectuadas en el mercado controlado de divisas. Al contar con un control de cambios, se puede segmentar el mercado, permitiendo la operatividad de ambos tipos de cambio.

El sistema de tipo de cambio dual, basado en la segmentación del mercado cambiario ha tenido dos objetivos fundamentales desde su adopción en Diciembre de 1982:

- 1. La segmentación permite evitar, al menos transitoriamente, que los movimientos especulativos de capital tengan un efecto directo sobre el nivel de precios in

terno, pues éste queda vinculado principalmente a la evolución del tipo controlado.

2. El mercado libre tiene por objeto evitar que especulaciones transitorias afecten a las reservas internacionales del Banco de México, mientras el tipo de cambio controlado pretende mantener la competitividad de la industria nacional fomentando exportaciones y sustituyendo adecuadamente importaciones.

Ahora bien, después de haber especificado los diferentes regímenes cambiarios que ha adoptado México, cabe mencionar que habrá ocasiones en las que el Banco de México Central de cida modificar el nivel del tipo de cambio, cuando esto suce da habrá una devaluación o revaluación de la moneda.

DEMANDA DE DIVISAS

La demanda de moneda extranjera en el mercado cambiario - doméstico se derivará en gran medida por las transacciones comerciales y financieras de carácter internacional que un país lleve a cabo. En el caso de nuestro país la demanda de divisas se verá influenciada principalmente por las siguientes actividades:

- a) Importación de bienes del extranjero
- b) Importación de servicios del extranjero; en este renglón entran conceptos tales como:
 - Turismo egresivo
 - Pago de intereses y demás conceptos que constituyen el servicio de la deuda externa.
 - Pago de dividendos y regalías al exterior, y

- Transferencias al exterior
- c) Flujos de capitales al exterior, constituidos básicamente por flujos del sector privado y pago de capital de la deuda externa tanto pública como privada.
- d) Sustitución de moneda nacional por divisas con motivo especulativo. Esto es lo que se llama en México dolarización, y que no necesariamente implica un flujo de capital

OFERTA DE DIVISAS

La oferta de divisas estará determinada por las siguientes actividades:

- a) Exportación de bienes al extranjero
- b) Exportación de servicios al extranjero, tales como:
 - Turismo receptivo
 - Remesas de trabajadores asalariados en el exterior
 - Maquiladoras
- c) Entrada de capitales del exterior, principalmente bajo los siguientes conceptos:
 - Endeudamiento externo
 - Inversión extranjera directa

Tanto la oferta y la demanda de divisas se encuentran resumidas en los diferentes rubros que constituyen la balanza de pagos, por lo tanto al ver el saldo de la balanza de pagos podremos determinar si existe un exceso de oferta o de demanda por la moneda extranjera, veamos esto a continuación.

BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos, es una cuenta que resume todas las transacciones comerciales y financieras de carácter internacional

de un país, y se define de la siguiente manera:

		<u>Balanza Comercial</u>
	(-)	Exportaciones de bienes
		Importaciones de bienes
+		<u>Balanza de Servicios</u>
	(-)	Exportaciones de servicios
		Importaciones de servicios
=		<u>Cuenta Corriente</u>
+		<u>Cuenta de Capital</u>
		Cuenta de capital de corto plazo
		Cuenta de capital de largo plazo
+		<u>Errores y Omisiones (+,-)</u>
=		Saldo de la Balanza de Pagos = Variación de las Reservas Internacionales

En el cuadro No. 2 se muestra la Balanza de Pagos de México en los años 1976 a 1986. Es importante resaltar que la contabilidad de la Balanza de Pagos se lleva en dólares.

Ahora bien, el saldo de la Balanza de Pagos puede ser positivo o negativo. En el caso de ser negativo implica que existe un exceso de demanda por la moneda extranjera y por lo tanto la variación en las reservas internacionales será negativa. Así pues se tendrá que recurrir eventualmente a la devaluación. Esto se puede apreciar en la gráfica No. 6 donde se muestra la varia -

ción de las reservas internacionales de México de 1976 a 1986, la cual fué negativa y numéricamente cuantiosa en los años - 1976, 1982 y 1985, lo que coincide con las devaluaciones más - fuertes que se han registrado en nuestro país.

Naturalmente, si el saldo de la Balanza de Pagos resulta - ser positivo tendremos un exceso de oferta de moneda extranje- ra, y por lo tanto las reservas internacionales tenderán a au- mentar.

En vista de que el saldo de la Balanza de Pagos nos indica - si tenemos un exceso de oferta o de demanda en los mercados - cambiarios, podemos considerar como factores que afecten al ti - po de cambio aquellos que afectan los componentes de la Balan- za de Pagos. A continuación señalaré brevemente algunos de es- tos:

Cuenta Corriente. Si analizamos el saldo de dicha cuenta a - partir de 1975 (ver gráfica No. 3) vemos que este ha sido de - ficitario hasta 1982, después superavitario en 1983, 1984 y - 1985, y nuevamente deficitario en 1986. Son tres los principa- les factores que han afectado recientemente el saldo de la - cuenta corriente en México, estos son:

1. Exportaciones petroleras. Estas, desde 1976 han sido - componente vital dentro de las exportaciones totales de - México, las cuales crecieron hasta 1984, se mantuvieron - relativamente constantes en 1985 y se desplomaron en - 1986, lo que coincide con el desarrollo observado en el - precio internacional del petróleo. Por lo tanto, al exis - tir una relación directa entre el precio del petróleo, - el valor de las exportaciones y la oferta de divisas en - México, se puede concluir que a mayor precio del petró - leo menores serán las presiones sobre el tipo de cambio - y viceversa.

2. Competitividad de bienes y servicios de México con respecto a los del exterior. La competitividad depende fundamentalmente de la relación existente entre la tasa de inflación doméstica, la tasa de inflación del exterior y la tasa de depreciación de la moneda nacional. Considerando estas variables podemos contruir un índice significativo de competitividad de la siguiente manera:

$$\text{Índice de competitividad} = \frac{\text{Tasa de inflación doméstica acumulada}}{\text{Tasa de inflación en el exterior acumulada} + \text{Tasa de depreciación de la moneda nacional acumulada}}$$

Si el índice resulta ser positivo, esto implica que la moneda nacional está sobrevaluada, lo que significa, que los bienes y servicios producidos domésticamente son menos competitivos con respecto a los del exterior, es decir son relativamente más caros en comparación con sus equivalentes en el extranjero. Esto se reflejará en menores exportaciones de bienes y servicios domésticos hacia el exterior y mayores importaciones de bienes y servicios por lo tanto el déficit en cuenta corriente tenderá a aumentar.

Si el índice resulta ser negativo, esto implica que la moneda nacional se encuentra subvaluada, por lo que los bienes y servicios producidos domésticamente serán más competitivos con respecto a los del exterior. Esto se reflejará en mayores exportaciones domésticas de bienes y servicios y menores importaciones por parte de nuestro país. Esta combinación contribuirá a mejorar el saldo de la cuenta corriente.

Si consideramos el índice de competitividad de México en relación con los Estados Unidos y lo relacionamos con el-

saldo en la cuenta corriente (ver gráficas Nos. 3 y 12) - se puede comentar que:

- A manera que el peso mexicano se encuentra más sobrevaluado, mayor es el déficit en cuenta corriente y viceversa.

- También se puede observar que en los años en que el peso mexicano se encontraba sumamente sobrevaluado (1976- y 1982), coinciden en los años en que las autoridades monetarias del país decidieron devaluar el peso para restablecer la competitividad de los bienes y servicios nacionales en el exterior, entre otras cosas.

- Otra relación que es interesante establecer, es la que existe entre nuestro índice de competitividad y la balanza comercial, como se puede observar en las gráficas Nos. 11 y 12, a manera en que menos competitivos sean nuestros productos en el exterior mayores serán nuestras importaciones y mayor será el déficit en nuestra balanza comercial y en la cuenta corriente, y por lo tanto mayores serán las presiones sobre las reservas internacionales y sobre el tipo de cambio.

3. Servicio de la deuda. Dentro de la balanza de servicios, que forma parte la cuenta corriente, un componente fundamental es el correspondiente al servicio de la deuda externa, tanto pública como privada. Como es bien sabido, en los últimos diez años la deuda externa de México ha aumentado considerablemente y sobre ésta, México tiene que pagar intereses y otros conceptos tales como comisiones. En la gráfica No. 5, se muestra el desarrollo del servicio de la deuda externa de nuestro país; vemos que de 1970 a 1981 este concepto mostró una tendencia creciente llegando a su valor máximo de más de 12,000 millones de dólares en 1981. A partir de entonces, gracias a las nego

ciaciones que se han llevado a cabo con la banca internacional e instituciones financieras, el servicio de la deuda no ha aumentado, pero se ha mantenido en niveles sumamente altos.

Naturalmente, este concepto tiende a aumentar el déficit en la balanza de servicios y por lo tanto, también el de la cuenta corriente. Debido a su importancia, es conveniente entender qué determina el tamaño del servicio de la deuda, y básicamente son dos factores:

a) El tamaño de la deuda.- mientras mayor sea la deuda, mayor será el impacto del servicio de la misma. Esto se puede observar en la gráfica No. 4 , puesto que México contrató la mayor cantidad de deuda entre 1978 y 1981, precisamente en estos años el servicio de la deuda registró su mayor crecimiento.

b) La tasa de interés aplicable sobre la deuda.- la mayor parte de la deuda externa de México está sujeta a tasas de interés flotantes, por lo que éstas reflejan el movimiento de las tasas de interés que pagan diferentes activos en los mercados financieros internacionales, por lo tanto a mayores tasas externas, mayor será el servicio de la deuda y viceversa. Por ejemplo de 1980 a 1982 las tasas de interés en dólares aplicables a nuestra deuda alcanzaron niveles récord (ver gráfica No. 13), lo que hizo que el servicio creciera tremendamente, por otro lado, a partir de 1984 las tasas han mostrado una tendencia a la baja por lo menos hasta finales de 1986, lo que se refleja en el menor monto del servicio de la deuda mexicana.

Así pues, a mayores tasas de interés en el exterior y mayor deuda, mayor será el déficit en cuenta corriente y mayores serán las presiones sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio.

Cuenta de Capital. Habiendo analizado cómo afectan los diferentes componentes de la cuenta corriente a la determinación del tipo de cambio, ahora analizaré los principales componentes de la cuenta de capital que afectan el tipo de cambio.

En la gráfica No. 4 se muestra el saldo de la cuenta de capital en México a partir de 1975, donde se puede observar que éste fué positivo hasta 1982, siendo deficitario desde entonces. Si comparamos el desenvolvimiento de la cuenta de capital con el de la cuenta corriente, vemos que siguen el mismo patrón en su movimiento aunque con signo contrario, de alguna manera esto nos deja ver que el superávit en la cuenta de capital registrado hasta 1982, financió el déficit en la cuenta corriente registrado hasta ese año, mientras que el superávit en cuenta corriente registrado de 1982 a 1985, financió el déficit en la cuenta de capital. La simetría entre ambas cuentas no es exacta pues en caso de que fuera no hubiera variaciones en las reservas internacionales.

Ahora bien, son dos los factores fundamentales que determinan el saldo de la cuenta de capital:

1. El saldo de la deuda externa. La entrada de divisas del extranjero por concepto de capital de la deuda externa, tiende a mejorar el saldo de la cuenta de capital, esto se puede apreciar claramente en la gráfica No. 4, donde se observa el superávit de la cuenta de capital, el cual se incrementó sustancialmente en los años 1978 a 1981 que corresponde al periodo en que México contrató la mayor parte de la deuda externa actual. Posteriormente, a partir de la crisis financiera que sufrió nuestro país en 1982, México ha tenido acceso prácticamente nulo, en los mercados internacionales financieros, por lo que la entrada de divisas por este concepto también ha sido muy limitada, principalmente, por los montos contraídos, y esto -

ha ocasionado que el saldo de la cuenta de capital resulte deficitario. Así pues, podemos concluir que la facilidad de contratar deuda externa permite mejorar el saldo en la cuenta de capital, y de ésta manera minimizar las presiones sobre las reservas internacionales y sobre el tipo de cambio.

Sin embargo, es importante mencionar que si bien una mayor deuda externa mejora el saldo de la cuenta de capital en el corto plazo y alivia de presiones al tipo de cambio también en el corto plazo, esto no resulta cierto en el largo plazo, ya que eventualmente el país deudor deberá pagar el capital más los intereses devengados sobre dicha deuda, lo que implicará una mayor demanda por divisas en la fecha en la que deban efectuarse los pagos. Estos a su vez afectarán negativamente al saldo tanto en cuenta corriente como en la cuenta de capital. Precisamente, esto es lo que ha sucedido en México a partir de 1982 sin embargo, gracias a la renegociación del pago de capital e intereses sobre nuestra deuda externa estas cuentas no han registrado mayores déficits.

2. Flujos de capital privados. Al existir convertibilidad entre divisas, los inversionistas asignarán su riqueza a aquellos activos que les ofrezcan un rendimiento esperado mayor, así pues, en el caso de que un activo denominado en dólares ofrezca un rendimiento superior a un activo similar denominado en pesos, el inversionista nacional decidirá convertir parte de su riqueza en pesos a dólares, sacarla del país, invertirla en el activo ofrecido en el extranjero. Precisamente eso es lo que constituye los flujos de capital privados fuera del país, los cuales tienden a empeorar el saldo en la cuenta de capital y a presionar al tipo de cambio.

Para que estos flujos no se registren, es necesario que el rendimiento esperado entre activos similares a excepción de la moneda de denominación, sea el mismo. Si consideramos como activos a instrumentos financieros denominados en pesos y en dólares, la condición que debe de prevalecer para que no existan incentivos de sacar dinero fuera del país es la siguiente:

$$\begin{array}{l} \text{Tasa de interés} \\ \text{que paga un ins-} \\ \text{trumento finan-} \\ \text{ciero denomina-} \\ \text{do en moneda na-} \\ \text{cional.} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Tasa de interés} \\ \text{que paga un ins-} \\ \text{trumento finan-} \\ \text{ciero denomina-} \\ \text{do en dólares} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Tasa de depre-} \\ \text{ciación espe-} \\ \text{rada de la mo-} \\ \text{neda nacional} \end{array}$$

Esta condición se llama condición de paridad de tasas de interés. En caso de que el lado derecho de ésta ecuación sea mayor, habrá incentivos a que los inversionistas mexicanos ofrezcan moneda nacional a cambio de dólares en el mercado cambiario al contado, e inviertan sus dólares en un instrumento financiero denominado también en dólares, generándose un flujo de capital fuera del país. Para evitar que estos movimientos se den, la tasa de interés que pagan instrumentos financieros en moneda nacional debe ser mayor.

Por lo general, cuando la suma de la tasa de interés en dólares más la tasa de depreciación esperada en moneda nacional es mayor a la tasa de interés en pesos, se debe a fuertes incrementos en la depreciación esperada de la moneda nacional.

Por lo tanto, cuando existen expectativas de una devaluación, o la tasa de depreciación de la moneda es sumamente alta las tasas de interés domésticas deben aumentar, en caso contrario, se genera una mayor demanda-

por moneda extranjera, afectando el saldo de la cuenta de capital, las reservas internacionales y presionando el tipo de cambio.

En la gráfica No. 14 se muestra el comportamiento observado por las tasas de interés de depósitos a plazo a 3 meses en dólares y en pesos. En ella se puede apreciar que la tasa de interés en pesos empieza a aumentar sustancialmente por arriba de la tasa en dólares a partir de 1980. Sin embargo, en periodos de crisis cambiaria, tal como sucedió en 1981 y 1982 el aumento en la demanda por dólares en nuestro país no pudo ser mitigado a través de aumentos en la tasa de interés en pesos, debido principalmente a la desconfianza en la moneda nacional, contribuyendo esto a que el superávit en nuestra cuenta de capital disminuyera y que las presiones sobre el tipo de cambio aumentaran.

En este periodo, se registraron fuertes fugas de capital y dolarización interna de la economía, que afectaron las reservas internacionales pero no se reflejaron en el saldo de la cuenta de capital, es decir, no fueron registrados contablemente como fugas de capital, sin embargo, estos movimientos fueron captados en el rubro de errores y omisiones (ver gráfica No. 9).

Así pues, como conclusión se puede afirmar que si la condición de paridad de tasas de interés no se cumple, habrá incentivos a que se generen flujos de capital fuera del país.

IV.4 OPERATIVIDAD

MERCADO LIBRE

Las operaciones del mercado libre se dividen en operaciones

de ventanilla y operaciones de mayoreo.

Las primeras son todas aquellas que se realizan en los mostradores de las sucursales de los bancos o en las casa de cambio y consisten en:

- Compra-venta de remesas y giros
- Compra-venta de dólares en efectivo
- Compra-venta de cheques
- Compra-venta de ordenes de pago

Todas estas operaciones se realizan a los tipos de cambio fijados a primera hora y generalmente permanecen estables durante el día.

Las operaciones de mayoreo son aquellas que se realizan atendiendo a instituciones que manejan volúmenes muy altos en sus operaciones de cambios como son:

- Bancos
- Empresas públicas
- Empresas privadas
- Casas de cambio privadas
- Casas de cambio bancarias

Las operaciones de este mercado pueden ser pactadas con fecha valor mismo día, 24 y 48 horas con liquidaciones a través de transferencias de fondos en el extranjero.

MERCADO CONTROLADO

El tipo de cambio es fijado diariamente por Banco de México y solo se puede operar en este mercado a través de las sociedades nacionales de crédito. Su objetivo principal es el de mantener -

la competitividad de la industria nacional, con objeto de propiciar la exportación y la sustitución eficiente de importaciones, tratando de no aumentar más de lo necesario el costo de los insumos de importación y del servicio de la deuda externa, pública y privada.

DOLAR CONTROLADO DE EQUILIBRIO

Todos los días hábiles bancarios, a las 12:30 horas, se celebran sesiones para determinar el tipo de cambio controlado de equilibrio, en la oficina matriz del Banco de México, a las cuales asisten funcionarios de dicho banco así como de 6 sociedades nacionales de crédito, con el requisito de que las instituciones participen en el mercado controlado por lo menos con el 5% del vo lúmen total de operaciones.

Las instituciones que no cumplan con lo anterior, pueden nombrar como representante a uno de los bancos participantes.

El fixing se lleva a cabo con la finalidad de que los bancos asistentes vendan sus posiciones largas en exceso o cubran posiciones cortas valor 48 horas en dólares controlados.

Las personas interesadas en celebrar con sociedades nacionales de crédito operaciones de compra-venta de divisas al "tipo de cambio controlado de equilibrio", podrán contratar tales operaciones en firme o condicionadas:

Operaciones en firme. Son aquellas en las que el interesado este de acuerdo en llevarlas al tipo controlado de equilibrio que resulte en una fecha en particular.

Operaciones condicionadas. Son aquellas en las que el interesado sujeta su realización a la condición de que solo se celebren si el tipo de cambio controlado de equilibrio llega a ser igual al indicado por el propio interesado o más favorable para éste.

Celebración de las sesiones.

A la apertura de cada sesión, el funcionario del Banco de México que la presida, señalará tentativamente un tipo de cambio de la moneda nacional con respecto al dólar estadounidense. Acto seguido los representantes de las sociedades nacionales de crédito comunicarán las cantidades en dólares pagaderos sobre el exterior que estén dispuestos a comprar o vender al tipo de cambio señalado por el representante del Banco de México. Las posturas de las sociedades reflejarán las operaciones en firme y condicionadas que hayan contratado con su cliente.

El Banco de México podrá presentar posturas durante la sesión.

El tipo de cambio al cual se equilibre la oferta y la demanda será el tipo de cambio controlado de equilibrio de la sesión correspondiente.

Las posturas presentadas por las sociedades nacionales de crédito y el Banco de México al tipo de cambio que se declare tipo de cambio controlado de equilibrio de la sesión, serán irrevocables y deberán liquidarse a dicho tipo de cambio.

Las divisas y su contravalor correspondiente se entregarán el segundo día hábil bancario inmediato siguiente al de la fecha de la sesión en la que tales posturas hayan sido efectuadas.

Las sociedades nacionales de crédito que celebren operaciones en el fixing con sus clientes podrán cobrar una comisión en moneda nacional no mayor de 5 al millar.

MERCADO DE COBERTURAS CAMBIARIAS DE CORTO PLAZO

Cualquier transacción comercial o financiera de carácter internacional puede ser afectada por las fluctuaciones del tipo de cambio. Esto implica riesgos cambiarios que pueden perjudicar el rendimiento de las operaciones de una empresa, así como la planeación de sus actividades futuras. Para evitar los efectos negati -

vos de la incertidumbre cambiaria, es necesario contar con un mecanismo que permita a las empresas protegerse de los riesgos cambiarios.

En consecuencia, el Banco de México ha resuelto poner en operación un Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo, factible dado el desarrollo alcanzado por los mercados de cambios y de capitales del país.

Mediante el mecanismo de coberturas que a continuación se describe, los participantes pueden lograr que las operaciones en dólares de los Estados Unidos sujetas al mercado controlado de divisas que requieran llevar a cabo en una fecha futura, se efectúen precisamente al tipo de cambio controlado de equilibrio aplicable en la fecha de contratación de la cobertura. De esta manera, el mercado de coberturas permitirá a las empresas fijar en forma anticipada los costos e ingresos derivados de sus transacciones internacionales, facilitándoles así la toma de decisiones. Lo anterior no implica que para participar en este mercado deba comprobarse la existencia de activos o pasivos en moneda extranjera.

Participantes.- Sólo podrán operar como intermediarios en el mercado, las instituciones de crédito del país y las casas de cambio expresamente autorizadas al efecto por el Banco de México, en vista de su calificación técnica y de su capacidad económica. Los nombres de los intermediarios autorizados serán publicados en el Diario Oficial de la Federación.

Debido a que los intermediarios habrán de asumir riesgos por incumplimiento de contratos, sólo efectuarán operaciones de cobertura con aquellas personas que, a su juicio y conforme con sanas prácticas, satisfagan los requisitos crediticios necesarios. Los intermediarios realizarán estas operaciones por cuenta propia. Por consiguiente, no cargarán comisiones por las operaciones referidas, ya que sus utilidades se derivarán del diferencial entre los precios de cobertura.

Por otro lado, sólo podrán celebrar con los intermediarios autorizados operaciones de cobertura las sociedades mercantiles y los organismos públicos descentralizados establecidos en el país. Es -
tos últimos requerirán de autorización expresa del Banco de México para efectuar dichas operaciones.

Depreciación o apreciación del peso mexicano.- Para los efectos de operaciones tanto de compra como de venta de cobertura, la depreciación o apreciación observada del peso mexicano con respecto al dólar será el resultado de restar al tipo de cambio controlado de equilibrio publicado en el Diario Oficial de la Federación el día hábil bancario anterior a la fecha de vencimiento del contrato, el tipo de cambio controlado de equilibrio publicado el día hábil bancario anterior a la fecha de contratación de la cobertura.

En caso de que el saldo de dicha resta resulte positivo, el peso mexicano se habrá depreciado del principio al final del periodo de vigencia del contrato; en caso de que el saldo resulte negativo el peso mexicano se habrá apreciado durante el periodo en cuestión.

Precio de las coberturas.- El precio de las coberturas será pactado libremente por las partes y estará expresado como pesos mexicanos por dólares cubiertos.

Plazo de las operaciones.- El plazo de las operaciones de cobertura será pactado libremente por las partes, sin exceder de seis meses contados a partir de la fecha de contratación.

Liquidación de las operaciones de cobertura.- La liquidación de las operaciones de cobertura se efectuará exclusivamente en moneda nacional, siguiendo los términos pactados en los contratos respectivos.

Oficinas de los intermediarios.- Los intermediarios autorizados por el Banco de México para celebrar operaciones de cobertura anunciarán al público, mediante aviso en los diarios de mayor circulación en el país, la ubicación de las oficinas a través de las cuales celebrarán dichas operaciones.

Por otro lado, sólo podrán celebrar con Los intermediarios autorizados operaciones de cobertura las sociedades mercantiles y los organismos públicos descentralizados establecidos en el país. Es -
tos últimos requerirán de autorización expresa del Banco de México para efectuar dichas operaciones.

Depreciación o apreciación del peso mexicano.- Para los efectos de operaciones tanto de compra como de venta de cobertura, la depreciación o apreciación observada del peso mexicano con respecto al dólar será el resultado de restar al tipo de cambio controlado de equilibrio publicado en el Diario Oficial de la Federación el día hábil bancario anterior a la fecha de vencimiento del contrato, el tipo de cambio controlado de equilibrio publicado el día hábil bancario anterior a la fecha de contratación de la cobertura.

En caso de que el saldo de dicha resta resulte positivo, el peso mexicano se habrá depreciado del principio al final del periodo de vigencia del contrato; en caso de que el saldo resulte negativo el peso mexicano se habrá apreciado durante el periodo en cuestión.

Precio de las coberturas.- El precio de las coberturas será pactado libremente por las partes y estará expresado como pesos mexicanos por dólares cubiertos.

Plazo de las operaciones.- El plazo de las operaciones de cobertura será pactado libremente por las partes, sin exceder de seis meses contados a partir de la fecha de contratación.

Liquidación de las operaciones de cobertura.- La liquidación de las operaciones de cobertura se efectuará exclusivamente en moneda nacional, siguiendo los términos pactados en los contratos respectivos.

Oficinas de los intermediarios.- Los intermediarios autorizados por el Banco de México para celebrar operaciones de cobertura anunciarán al público, mediante aviso en los diarios de mayor circulación en el país, la ubicación de las oficinas a través de las cuales celebrarán dichas operaciones.

Clase de operaciones.- El mercado de coberturas cambiarias proporciona a los participantes la oportunidad de cubrir riesgos cambiarios, tanto de pasivos como de activos, denominados en dólares de los Estados Unidos (en adelante, dólares).

Por lo tanto, en este mercado existen dos tipos de operaciones:

Tipo A, a las que se denominará compra de cobertura cambiaria.

Tipo B, a las que se denominará venta de cobertura cambiaria.

COMPRA DE COBERTURA CAMBIARIA

La compra de cobertura cambiaria consiste en lo siguiente:

a) En la fecha de contratación de la operación, el participante pagará al intermediario autorizado una cantidad en moneda nacional, la cual se denominará "precio de la cobertura"

b) En virtud de la celebración del contrato de compra de cobertura, el participante adquiere:

- El derecho de recibir del intermediario, en caso de que el peso mexicano se deprecie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, una cantidad en moneda nacional igual a la que resulte de multiplicar el monto de la depreciación observada durante dicho periodo, por la cantidad en moneda nacional, precisamente en la fecha de vencimiento de la operación.

- La obligación de pagar al intermediario, en caso de que el peso mexicano se aprecie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, el sobreprecio que resulte de multiplicar el monto de la apreciación observada en dicho periodo por la cantidad en dólares objeto de la cobertura. El participante efectuará el pago de dicho sobreprecio en moneda nacional precisamente en la fecha de vencimiento de la operación.

En caso de que el peso mexicano no se aprecie ni se depre -

cie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, el intermediario no tendrá ninguna obligación a favor del participante, ni el participante a favor del intermediario, en la fecha de vencimiento de la operación.

Ejemplo:

Considérese el caso de una empresa importadora que recibe crédito de su proveedor a tres meses en dólares para financiar la mercancía que le ha comprado. La empresa supone una probable depreciación del peso mexicano con respecto al dólar, por lo que está interesada en cubrir su riesgo cambiario. Para lograr esto, la empresa importadora puede comprar una cobertura de riesgo cambiario. A continuación mediante un ejemplo numérico ilustraré las operaciones que la empresa importadora tendrá que llevar a cabo al comprar una cobertura.

Como base para los cálculos, se utilizarán los siguientes supuestos:

- El tipo de cambio controlado de equilibrio publicado el día hábil anterior a la fecha de contratación de la operación es de 820 pesos por un dólar.
- La tasa de interés bancaria aplicable por un crédito en moneda nacional a un plazo de tres meses es de 110% en términos anuales.
- La tasa de interés que carga el proveedor a un crédito en dólares a un plazo de tres meses es de 10% en términos anuales.
- El valor de las importaciones de la empresa asciende a 10,000 dólares.
- Las condiciones en el mercado de coberturas a tres meses son tales, que el intermediario le cotiza al participante un precio unitario de 185 pesos por dólar cubierto. Es de esperarse que el precio de la cobertura estará determinado por la interacción de la oferta y la demanda por coberturas. A mayor de -

manda, mayor será el precio de la misma.

Así pues, la empresa importadora recibirá un crédito por 10,000 dólares de su proveedor a un costo de 10% en términos anuales. Dentro de tres meses, la empresa importadora tendrá que pagar capital más intereses devengados, lo que equivale a:

$$\text{USD } 10,000.00 \times \left(1 + \frac{0.10}{4} \right) = \text{USD } 10,250.00 \quad (1)$$

El importador desea cubrir esta cantidad contra riesgo cambiario, por lo procederá a comprar una cobertura. De acuerdo con el mecanismo de compra de coberturas, la empresa importadora tiene que pagar al intermediario en la fecha de contratación una cantidad en moneda nacional equivalente al precio unitario de la cobertura (185.00 pesos por dólar) multiplicado por la cantidad de dólares objeto de la misma (USD 10,250.00) Es decir:

$$\text{USD } 10,250. \times 185.00 = 1,896,250.00 \text{ pesos} \quad (2)$$

cantidad que representa el precio de la cobertura.

Suponiendo que la empresa obtiene un préstamo en moneda nacional para efectuar este pago. Por lo tanto, dentro de tres meses tendrá que pagar:

$$1,896,250.00 \times \left(1 + \frac{1.1}{4} \right) = 2,417,718.75 \text{ pesos} \quad (3)$$

cantidad que equivale al precio de la cobertura llevado a su valor futuro a tres meses y corresponde al costo en que incurre el importador al cubrir sus importaciones de riesgo cambiario.

Suponiendo ahora que el tipo de cambio controlado de equilibrio del día hábil anterior a la fecha de vencimiento de la operación de cobertura es de 1,100.00 pesos por dólar.

Según este supuesto de que la moneda nacional deprecia frente al dólar en el periodo en cuestión de 820.00 pesos por dólar a 1,100 pesos por dólar, la empresa importadora tiene el derecho a -

recibir del intermediario en la fecha de vencimiento de la operación, una cantidad en moneda nacional que resulta de multiplicar el monto - de la depreciación observada del peso (1,100.00 - 820.00 = 280.00), - por la cantidad de dólares objeto de la cobertura (10,250.00 dólares) Es decir:

$$\text{USD } 10,250.00 \times 280.00 = 2,870,000.00 \text{ pesos} \quad (4)$$

Por otro lado, en la fecha de vencimiento del contrato el importador tendrá que pagar el capital más intereses del crédito en moneda - extranjera, equivalente a USD 10,250.00; el importador adquiere estos dólares al tipo de cambio controlado de equilibrio vigente en esta fe cha, por lo que su desembolso en moneda nacional será de:

$$\text{USD } 10,250.00 \times 1,100.00 = 11,275,000.00 \text{ pesos} \quad (5)$$

El costo global de las importaciones, financiadas a través de un crédito con cobertura cambiaria, equivale a (3) + (5) - (4), es decir:

$$2,417,718.75 + 11,275,000.00 - 2,870,000.00 = 10,822,718.75 \text{ pesos} (6)$$

Si la empresa no hubiera comprado una cobertura, el costo de sus importaciones estaría representado por la cantidad (5). Al ser (6) me nor que (5), el importador estará obteniendo un beneficio adicional - por haber comprado la cobertura. El saldo de la resta (5) - (6) repre senta precisamente este beneficio, que en este ejemplo equivale a:

$$11,275,000.00 - 10,822,718.75 = 452,281.25 \text{ pesos} \quad (7)$$

Es importante mencionar que este beneficio depende de manera fundamental del tipo de cambio controlado de equilibrio al vencimiento - de la operación. Si en lugar de que este tipo de cambio haya alcanza-

do un valor de 1,100.00 pesos por dólar, hubiera sido de 1,000.00 - pesos por dólar, la cantidad (4) se transforma en:

$$\text{USD } 10,250.00 \times (1,000.00 - 820.00) = 1,845,000.00 \text{ pesos} \quad (8)$$

Además en la fecha de vencimiento, al pagar capital más intereses del crédito de su proveedor, el desembolso de la empresa importadora sería de:

$$\text{USD } 10,250.00 \times 1,000.00 = 10,250,000.00 \text{ pesos} \quad (9)$$

En estas circunstancias el costo global de las importaciones sería (9) + (3) - (8), que equivale a:

$$10,250,000.00 + 2,417,718.75 - 1,845,000.00 = 10,822,718.75 \text{ pesos} \quad (10)$$

En este caso, al ser (10) mayor que (9), el costo global de las importaciones sería mayor para la empresa en caso de comprar una cobertura, que en caso de no haber cubierto su riesgo. El costo adicional en el que incurre será de (10) - (9), es decir:

$$10,822,718.75 - 10,250,000.00 = 572,718.75 \text{ pesos}$$

Sin embargo, es de suma importancia señalar que el costo global de las importaciones financiadas por medio de un crédito con cobertura no se verá afectado por el valor que tome el tipo de cambio - controlado de equilibrio al vencimiento de la operación. En el ejemplo esto se puede observar al notar que la cantidad (6) es igual a la cantidad (10), cifras que corresponden al costo global de las importaciones bajo diferentes supuestos sobre el tipo de cambio controlado de equilibrio del día hábil anterior a la fecha de vencimiento de la operación.

Lo que es todavía más relevante es que gracias a las virtudes del mercado de cobertura, el importador puede determinar el costo -

global de sus importaciones en la fecha de contratación de la operación. Para conocer este costo por anticipado, la operación que tiene que efectuar el importador es la siguiente:

Costo global de importaciones con compra de cobertura	=	Valor futuro del precio de la cobertura	+	Tipo de Cambio Controlado de Equilibrio del día hábil anterior a la fecha de contratación.	X	Cantida de dólares objeto de la cobertura
---	---	---	---	--	---	---

En el ejemplo equivale a:

$$(185.00 \times (1 + \frac{1.1}{4}) + 820.00 \times 10,250.00 = 10,822,718.75 \text{ pesos} \quad (11)$$

cantidad que es precisamente igual a las cantidades (6) y (10).

Al ser conocidas en la fecha de contratación de la operación todas las variables que intervienen en la estimación del costo global de las importaciones, al efectuar una compra de cobertura la empresa importadora podrá fijar por anticipado este costo. El permitir esto, es la virtud principal del mercado de coberturas que aquí se presenta.

Como conclusión podemos decir que:

- a) La empresa importadora no siempre obtendrá un beneficio adicional al comprar su cobertura. A mayor depreciación del peso en el periodo de vigencia del contrato, mayores serán las posibilidades y el tamaño de su beneficio. Específicamente - en el ejemplo si el tipo de cambio controlado de equilibrio en la fecha de vencimiento de la operación es mayor a 1,055.88 pesos por dólar, la empresa importadora obtendrá un beneficio adicional; si es menor, sucederá lo contrario.
- b) Sin embargo, a la empresa importadora le convendrá comprar una cobertura, pues de ésta manera puede fijar el costo global de sus importaciones, al eliminar la incertidumbre cambiaria por anticipado.

VENTA DE COBERTURA CAMBIARIA

La venta de cobertura cambiaria consiste en lo siguiente:

- a) En la fecha de contratación de la operación, el participante recibirá del intermediario autorizado una cantidad en moneda nacional que se denominará "precio de la cobertura"
- b) En virtud de la celebración del contrato de venta de cobertura, el participante adquiere:
 - La obligación de pagar el intermediario en caso de que el peso mexicano se desprecie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, el equivalente en moneda nacional resultante de multiplicar el monto de la depreciación observada en dicho periodo, por la cantidad en dólares de la cobertura. El participante efectuará el pago de dicho equivalente en moneda nacional, precisamente en la fecha de vencimiento de la operación.
 - El derecho a recibir del intermediario, en caso de que el precio mexicano se aprecie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, una cantidad en moneda nacional igual a la que resulte de multiplicar el monto de la apreciación observada durante dicho periodo, por la cantidad en dólares objeto de la cobertura. El participante recibirá el pago de dicha cantidad en moneda nacional, precisamente en la fecha de vencimiento de la operación.

En caso de que el peso mexicano no se aprecie ni se deprecie con respecto al dólar durante el periodo de vigencia del contrato, el intermediario no tendrá ninguna obligación a favor del participante, ni el participante a favor del intermediario, en la fecha de vencimiento de la operación.

Ejemplo:

Considérese ahora el caso de un exportador, el cual recibirá dentro de tres meses 10,000.00 USD por concepto de una venta de bienes al exterior. El exportador desea asegurar hoy el importe en pesos de sus exportaciones, lo que puede lograr a través de una venta de cobertura.

Mediante un ejemplo práctico, se describen las operaciones que el exportador efectuará al vender la cobertura.

Los supuestos necesarios son los siguientes:

- 1.- El precio unitario de venta de cobertura es 180.00 pesos por dólar.
- 2.- La tasa de interés que paga un certificado de depósito en moneda nacional a tres meses es 95.00% en términos anuales.
- 3.- El tipo de cambio controlado de equilibrio publicado el día hábil anterior a la fecha de contratación de la operación, es de 820.00 pesos por dólar.

En la fecha de contratación de la cobertura, el exportador recibirá del intermediario una cantidad en moneda nacional que resulta de multiplicar el precio unitario de la cobertura, por la cantidad de moneda extranjera objeto de la misma. En este ejemplo, esta cantidad equivale a:

$$\text{USD } 10,000.00 \times 180.00 = 1,800,000.00 \text{ pesos} \quad (1)$$

Al recibir dicha cantidad en la fecha de contratación de la operación, la empresa incrementa sustancialmente su liquidez. En caso de que el intermediario le exija una garantía, el exportador aumentará cuando menos sus activos en moneda nacional al tener un activo adicional a su nombre que devengará intereses.

Este factor es lo que hace especialmente atractivo para el exportador cubrir su riesgo cambiario a través del mercado de co

berturas.

El valor futuro (dentro de 3 meses) del precio que el exportador recibe por concepto de la venta de cobertura equivale a - (suponiendo que interviene dicha cantidad en un depósito en moneda nacional de tres meses):

$$1,800,000.00 \times \left(1 + \frac{0.95}{4}\right) = 2,227,500.00 \text{ pesos} \quad (2)$$

Este es el valor futuro mínimo, ya que el exportador puede - destinar su liquidez adicional a otras inversiones con mayor rendimiento.

Suponiendo que el tipo de cambio controlado de equilibrio se deprecia del principio al final del periodo de vigencia del contrato, alcanzando un nivel de 1,020.00 pesos por dólar en el día hábil anterior a la fecha de vencimiento de la operación. - Debido a esto, el exportador queda obligado a pagar en la fecha de vencimiento de la operación, una cantidad en moneda nacional equivalente a multiplicar la depreciación observada del peso - (1,020.00 - 820.00 = 200.00) por la cantidad de dólares objeto - de la misma, USD 10,000.00

Esta cantidad equivale a:

$$\text{USD } 10,000 \times (1,020.00 - 820.00) = 2,000,000.00 \text{ pesos} \quad (3)$$

Por lo tanto, el beneficio que el exportador obtiene al haber cubierto su riesgo cambiario a través de la venta de una cobertura equivale a (2) - (3), es decir:

$$2,227,500.00 - 2,000,000.00 = 227,500.00 \text{ pesos} \quad (4)$$

Al recibir el pago de sus exportaciones y considerar su benefi

cio cambiario, el exportador tendrá en la fecha de vencimiento de la operación un ingreso de:

$$\text{USD } 10,000.00 \times 1,020.00 + 227,500.00 = 10,427,500.00 \text{ pesos} \quad (5)$$

En caso de que no hubiera efectuado la venta de su cobertura, su ingreso equivaldría a:

$$\text{USD } 10,000.00 \times 1,020.00 = 10,200,000.00 \text{ pesos} \quad (6)$$

Al ser (6) menor que (5), la opción de la cobertura es naturalmente superior a la opción de no cubrir el riesgo cambiario.

Veamos ahora qué tan sensible es el resultado final que obtiene el exportador al vender una cobertura cambiaria en el supuesto sobre el tipo de cambio controlado de equilibrio que prevalece al vencimiento del contrato. Supóngase que dicho tipo de cambio en lugar de ser de 1,020.00 pesos por dólar, resulta ser de 1,075.00 pesos por dólar. En esta circunstancia, el exportador queda obligado a pagar, en la fecha de vencimiento de la operación, una cantidad en moneda nacional que resulta de multiplicar la depreciación observada del peso (1,075.00 - 820.00 = 255.00) por la cantidad de moneda extranjera objeto de la cobertura (USD 10,000.00) - lo que equivale a:

$$\text{USD } 10,000.00 \times 255.00 = 2,550,000.00 \text{ pesos} \quad (7)$$

Por lo tanto, en la fecha de vencimiento el exportador recibirá el pago de sus exportaciones, que equivale a:

$$\text{USD } 10,000.00 \times 1,075.00 = 10,750,000.00 \text{ pesos} \quad (8)$$

Así pues, en la fecha de vencimiento de la operación su ingreso será de (8) + (2) - (7) es decir:

$$10,750,000.00 + 2,227,500.00 - 2,550,000.00 = 10,427,500.00 \text{ pesos} \quad (9)$$

En este caso, al ser (8) mayor que (9), el ingreso que obtiene el exportador al haber cubierto su riesgo cambiario es menor al ingreso que hubiera obtenido en caso de no haber vendido la cobertura. La cantidad que el exportador deja de ganar equivale a (8) - (9):

$$10,750,000.00 - 10,427,500.00 = 322,500.00 \text{ pesos} \quad (10)$$

Sin embargo, es importante señalar que el ingreso que obtiene el exportador, al haber vendido una cobertura, no se verá afectado por el tipo de cambio controlado de equilibrio al vencimiento de la operación. En el ejemplo, esto se demuestra al ser las cantidades (9) y (5) iguales. Es más, el exportador puede determinar esta cantidad en la fecha de contratación de la operación, sin tener que conocer el tipo de cambio controlado de equilibrio del día hábil anterior a la fecha de vencimiento de la operación. El cálculo a efectuarse es el siguiente:

Ingreso por exportaciones con venta de cobertura	=	Valor futuro del precio de la cobertura	+	Tipo de cambio controlado de equilibrio del día hábil anterior a la fecha de contratación	x	Cantidad de dólares objeto de la cobertura
--	---	---	---	---	---	--

En el ejemplo esto equivale a:

$$((180.00) \times (1 + \frac{0.95}{4}) + 820.00) \times 10,000.00 = 10,427,500.00 \text{ pesos}$$

cantidad que es precisamente igual a las cantidades (5) y (9).

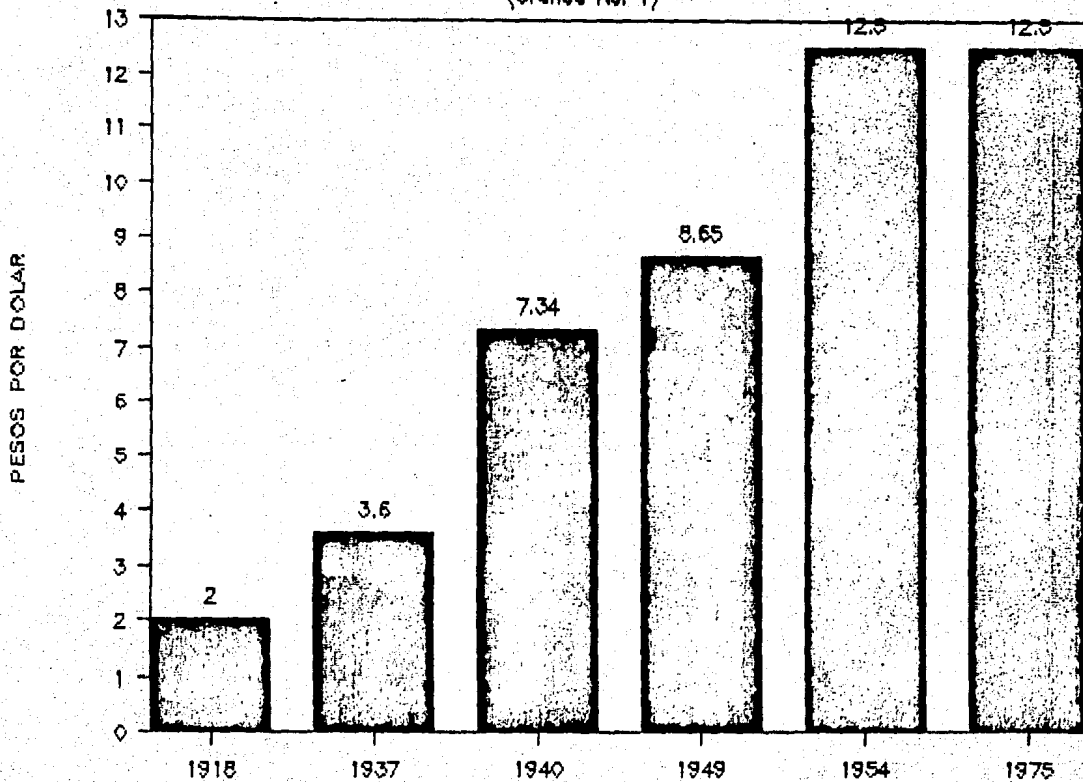
Al ser conocidas a la fecha de contratación de la operación todas las variables que intervienen en la estimación del ingreso - del exportador, al vender una cobertura podrá fijar por anticipado su ingreso, lo que precisamente representa la virtud principal del mercado de coberturas.

Las conclusiones son:

- a) El exportador no siempre obtendrá un beneficio adicional al vender una cobertura de riesgo cambiario. Esto dependerá - del valor que tome el tipo de cambio controlado de equili - brio a la fecha de vencimiento. En el ejemplo, si este tipo de cambio es menor a 1,042.75 pesos por dólar, el exporta - dor obtendrá un beneficio adicional al vender una cobertura mientras que si es mayor dejará de ganar una cantidad que - hubiera obtenido en caso de no haber vendido la cobertura.
- b) Sin embargo, al exportador le convendrá vender una cobertu - ra, pues de esta manera fija por anticipado su ingreso, eli - minando el riesgo cambiario, además de que puede incremen - tar sustancialmente su liquidez.

TIPOS DE CAMBIO 1918-1975

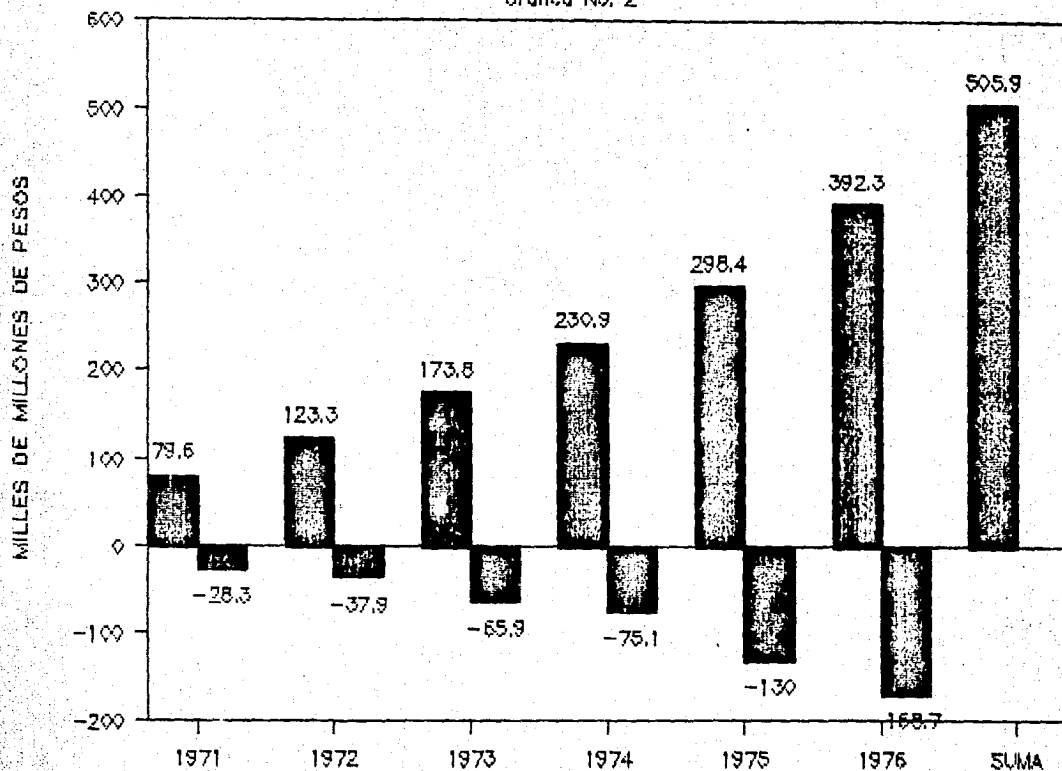
(Grafico No. 1)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

GASTO PRESUPUESTADO DE GOBIERNO FEDERAL

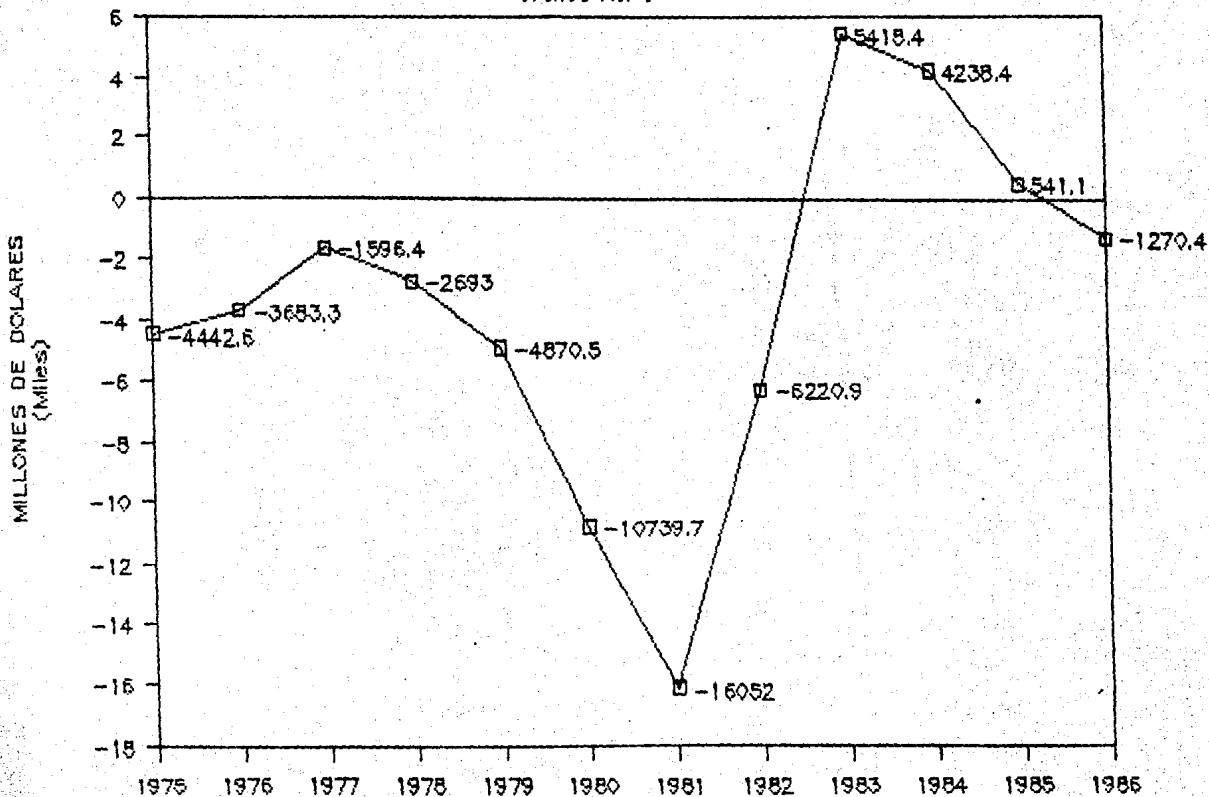
Gráfica No. 2



FUENTE: BANCO DE MEXICO

CUENTA CORRIENTE

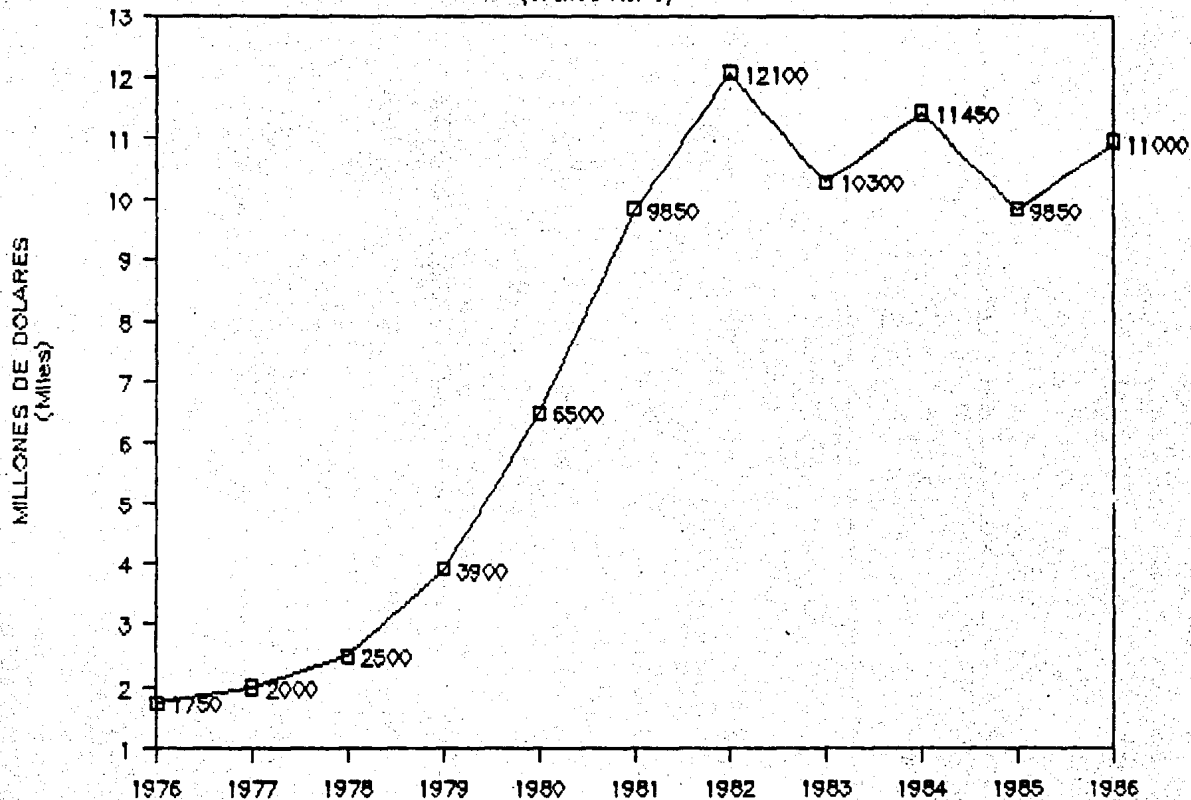
Grafica No. 3



FUENTE: BANCO DE MEXICO

SERVICIO DE LA DEUDA

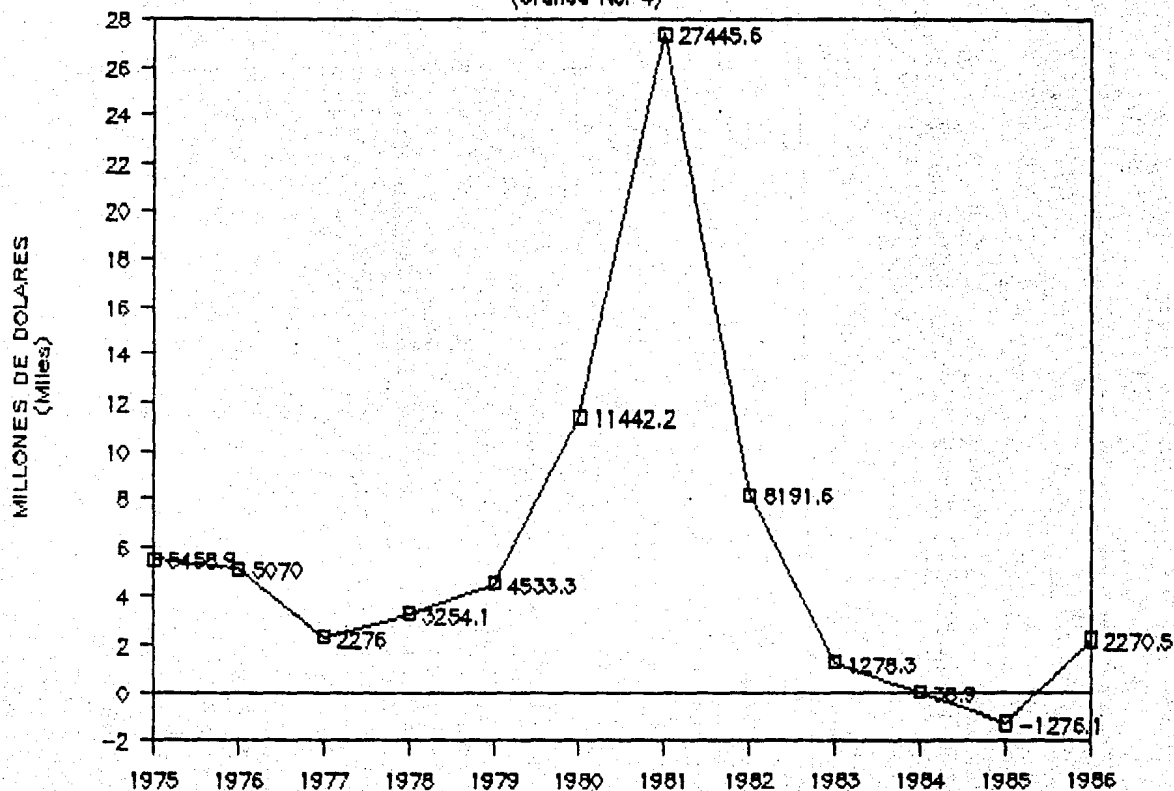
(Gráfica No. 5)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

CUENTA DE CAPITAL

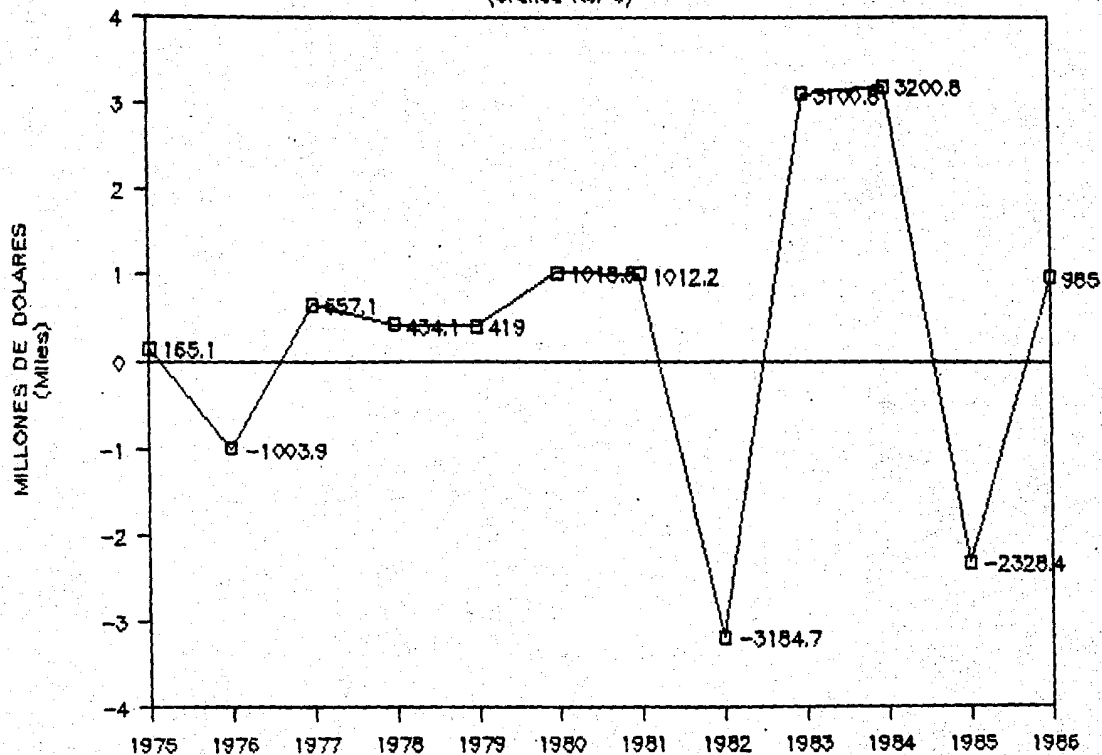
(Grafica No. 4)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

VARIACION DE LAS RESERVAS

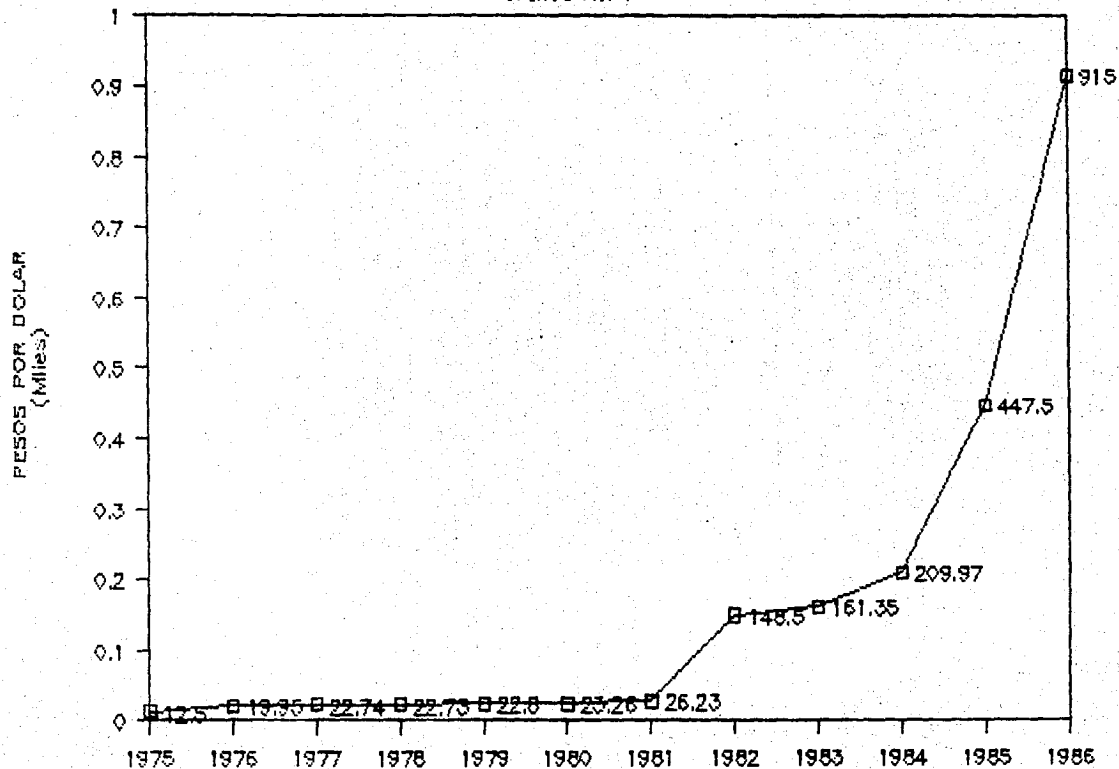
(Grafica No. 5)



FUENTE: BANCO DE MEXICO.

TIPOS DE CAMBIO 1975-1986

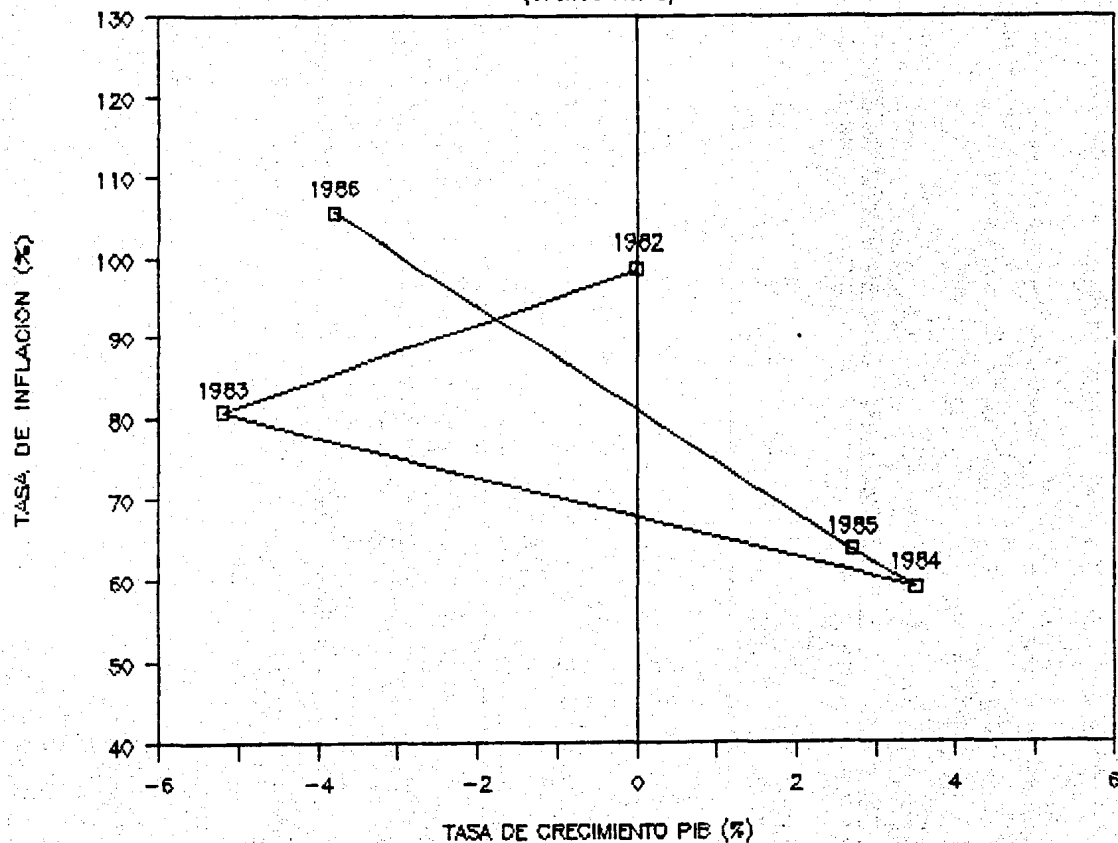
Grafica No. 7



FUENTE: BANCO DE MEXICO

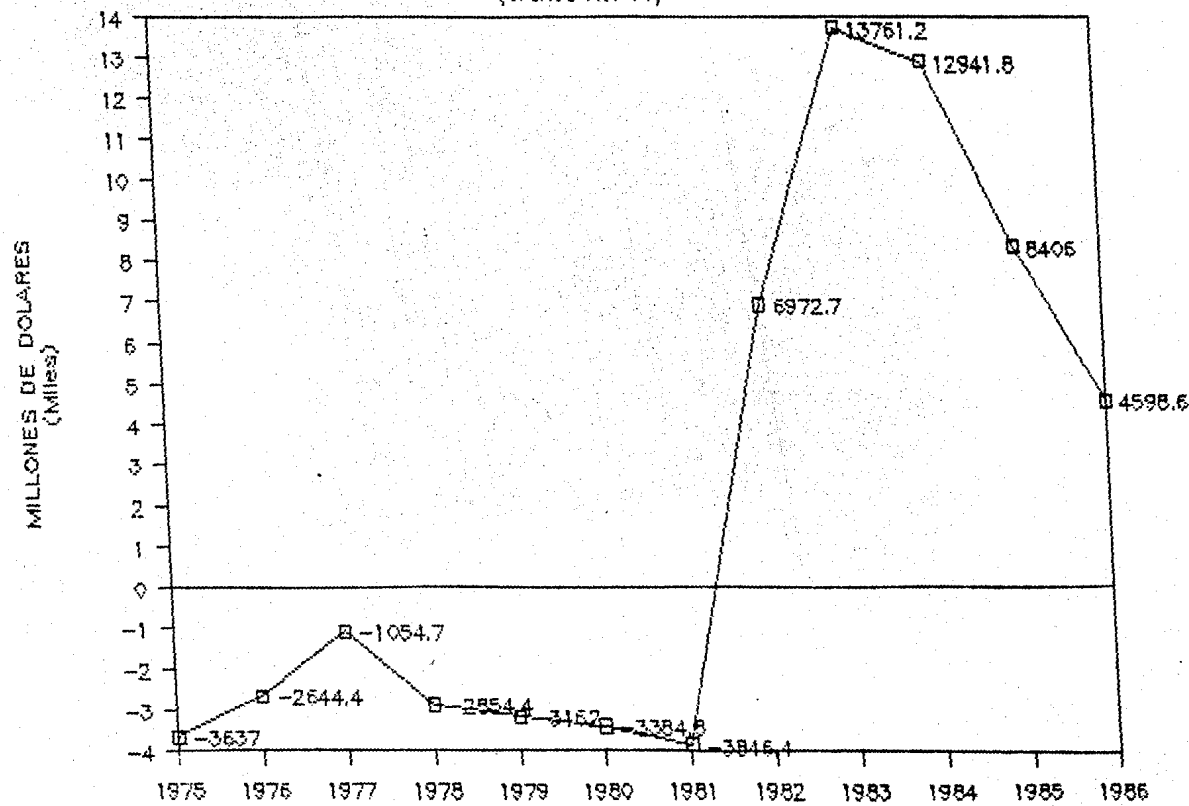
CURVA DE PHILLIPS (1982-1986)

(Grafico No. 8)



BALANZA COMERCIAL

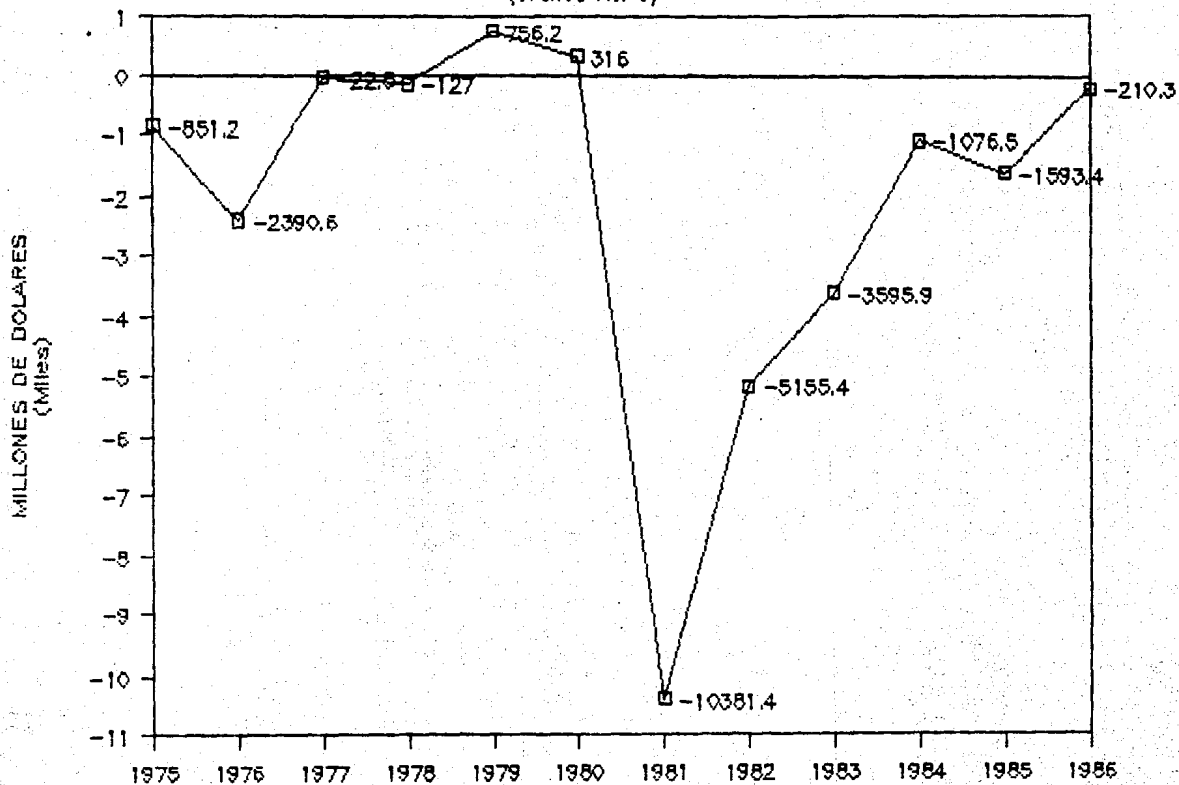
(Grafica No. 11)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

ERRORES Y OMISIONES

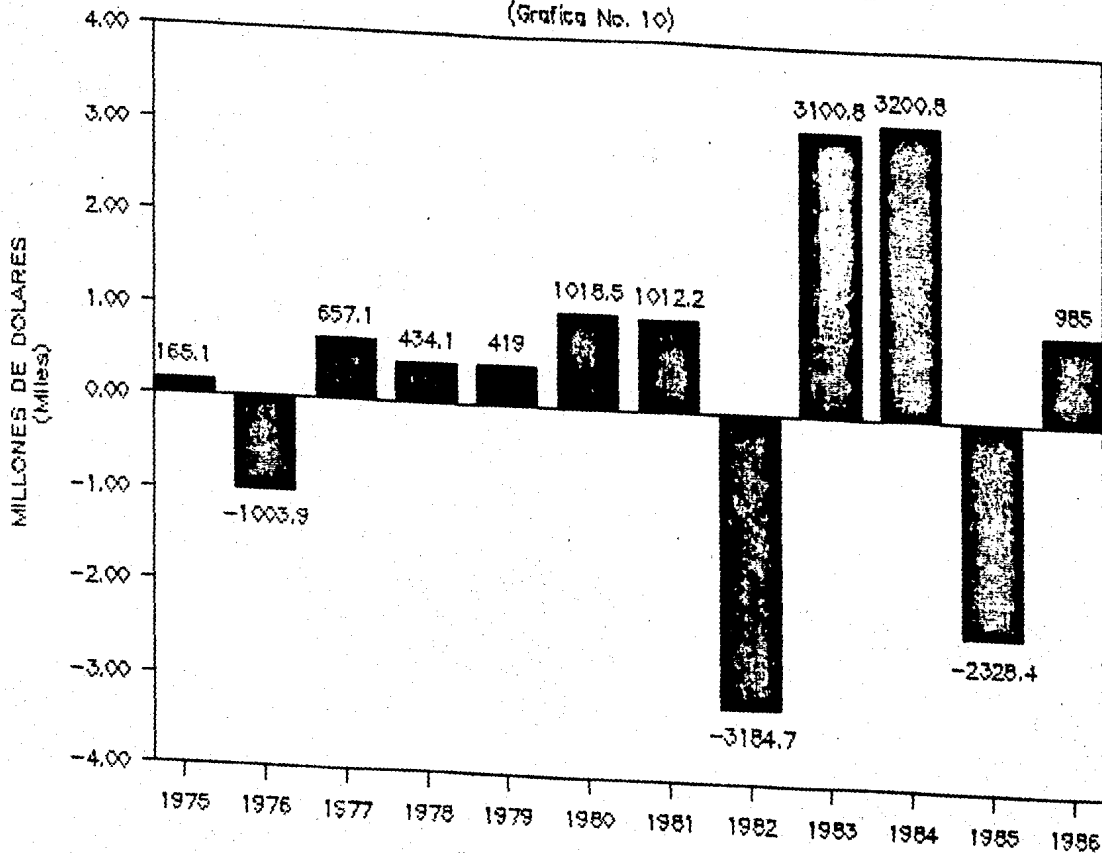
(Grafica No. 9)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

SALDO BALANZA DE PAGOS

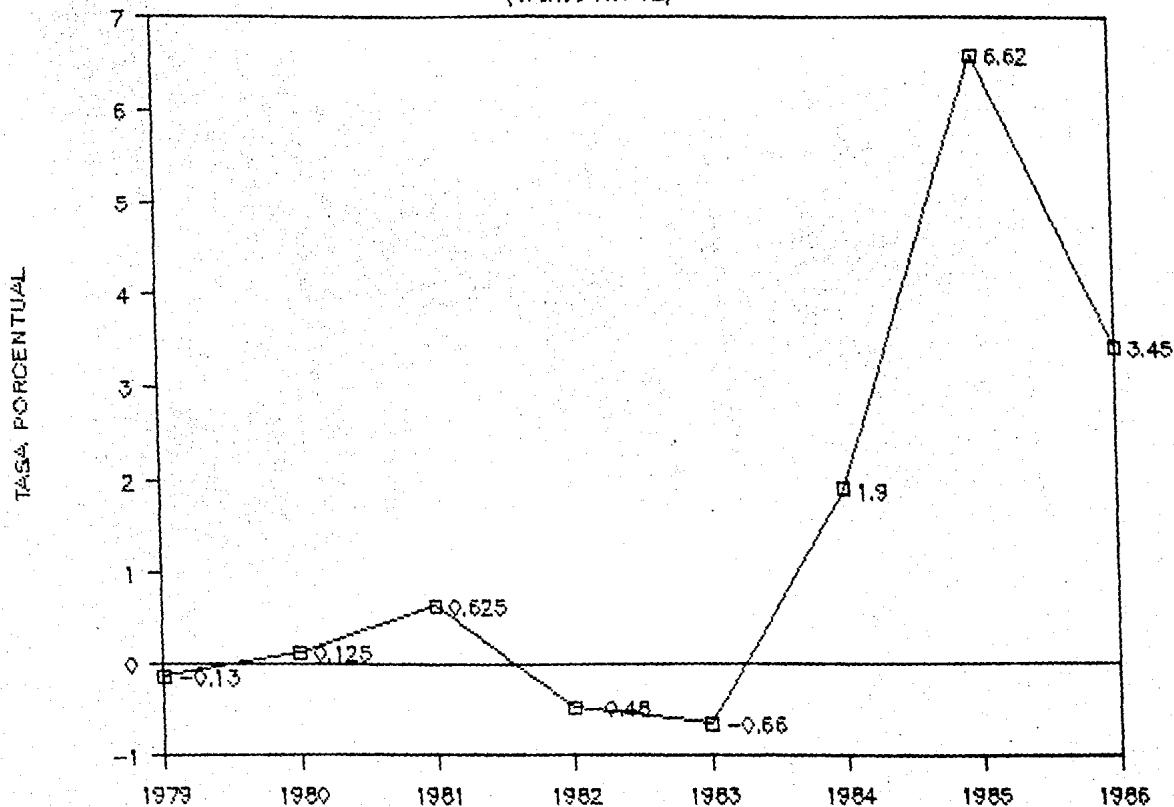
(Gráfica No. 10)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

INDICE DE COMPETITIVIDAD

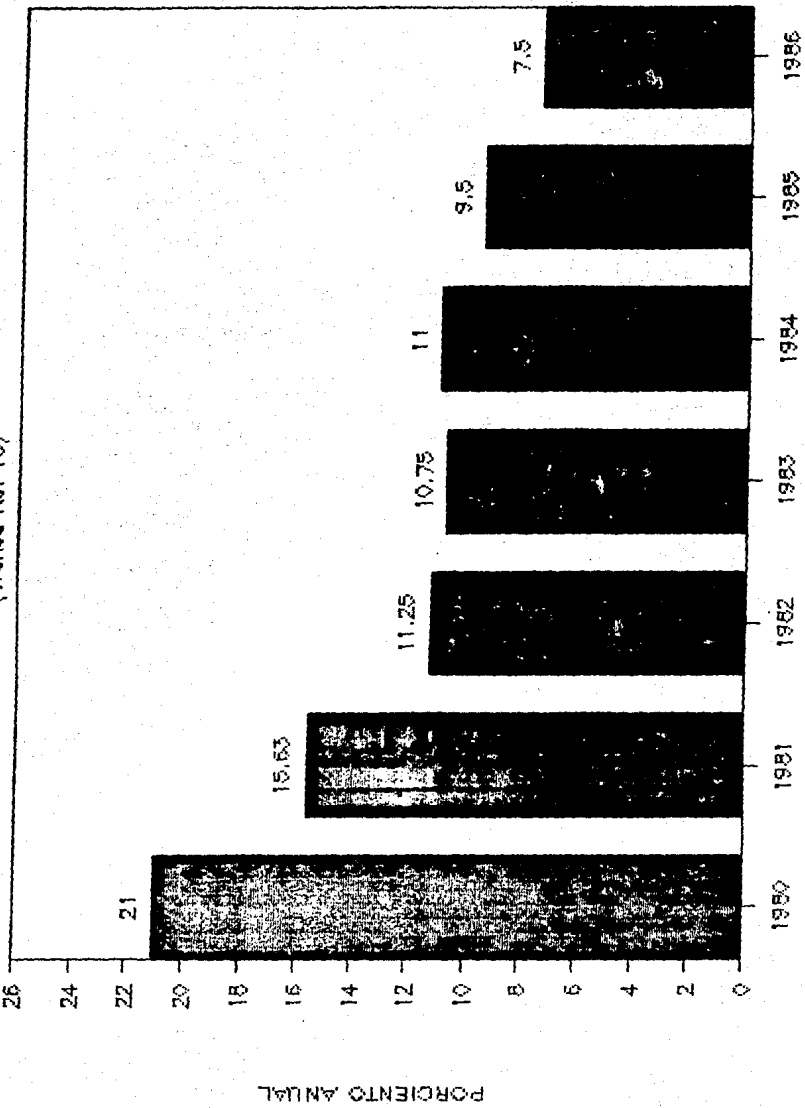
(Gráfico No. 12)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

TASAS PRIME-RATE AL FINAL DE CADA AÑO

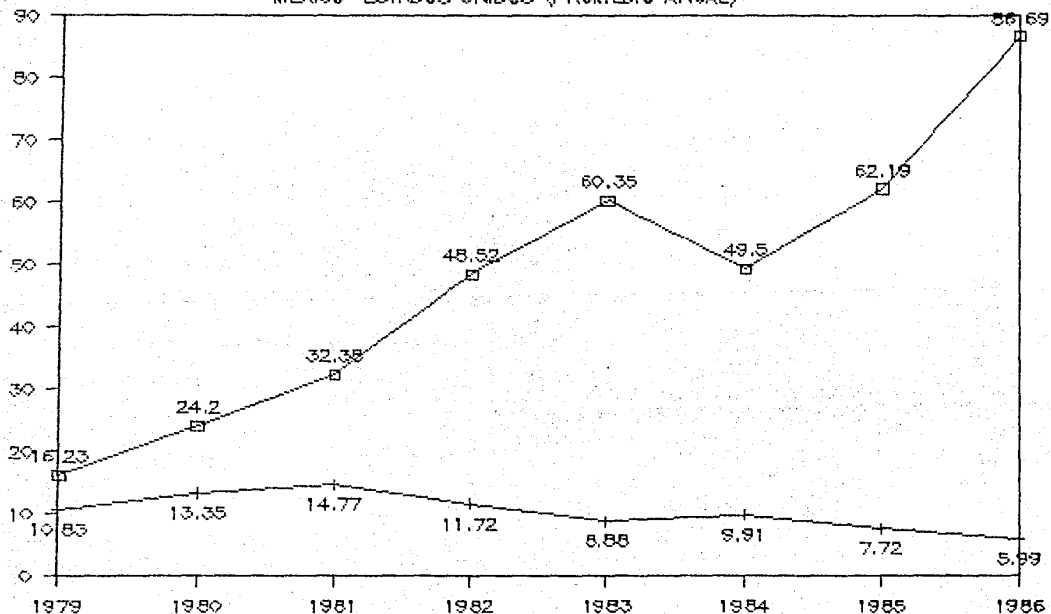
(Grafica No. 13)



FUENTE: BANCO DE MEXICO

DIFERENCIAL TASAS DE INTERES A 3 MESES

MEXICO-ESTADOS UNIDOS (PROMEDIO ANUAL)



FUENTE: BANCO DE MEXICO (Grafica No.14)

□ MEXICO + ESTADOS UNIDOS

INDICE DE PRECIOS AL MAYOREO MEXICO - ESTADOS UNIDOS

Cuadro No. 1

	MEXICO	E.U.
1956	68.4	82.3
1957	71.4	84.5
1958	74.6	85.7
1959	75.4	85.9
1960	79.7	86.1
1961	79.8	85.7
1962	81.3	85.9
1963	81.6	85.6
1964	85.1	85.7
1965	86.8	87.5
1966	87.8	90.5
1967	90.3	90.6
1968	92.1	92.9
1969	94.5	96.5
1970	100.0	100
1971	103.8	103.3
1972	106.7	107.9
1973	123.6	122
1974	151.3	145
1975	167.2	158.5
1976	204.5	165.8
1977	288.6	175.9
1978	334.1	100.7
1979	395.3	213.5
1980	492.1	243.4
1981	701.4	260.0

FUENTE : FMI, ESTADISTICAS FINANCIERAS INTERNACIONALES.

BALANZA DE PAGOS PARA MEXICO
Cuadro No 2
(Cifras en millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
BALANZA COMERCIAL	-3637.0	-2644.4	-1054.7	-1854.4	-3162.0	- 3384.8	- 3846.4	6792.7	13761.2	12941.8	8406.0	4598.6
BALANZA DE SERVICIOS	- 805.6	-1038.9	- 541.7	- 838.6	-1708.5	- 7354.9	-12205.6	-13013.6	-8342.8	-8703.4	-7864.9	-3328.2
CUENTA CORRIENTE	-4442.6	-3683.3	-1596.4	-2693.0	-4870.5	-10739.7	-16052.0	- 6220.9	5418.4	4238.4	541.1	-1270.4
CUENTA DE CAPITAL	5458.9	5070.0	2276.0	3254.1	4533.3	11442.2	27445.6	8191.6	1278.3	38.9	-1276.1	2270.5
ERRORES Y OMISIONES	- 851.2	-2390.6	- 22.5	- 127.0	756.2	316.0	-10381.4	- 5155.4	-3595.9	-1076.5	-1593.4	- 210.3
SALDO BALANZA DE PAGOS	165.1	-1003.9	657.1	434.1	419.0	1018.5	1012.2	- 3184.7	3100.8	3200.8	-2328.4	985.0

Fuente: Banco de Mexico

V. MERCADO DE METALES

V.1 ANTECEDENTES

Los metales a través del tiempo han sido parte importante de las reservas internacionales de los bancos centrales, además de ser utilizados en distintas áreas de producción, sin dejar en ningún momento de ser percibidos como un instrumento de ahorro especialmente en época de incertidumbre política y económica.

En cuanto al oro se refiere, el principal productor es Sudáfrica, abarcando cerca del 60% de la producción mundial de los países no comunistas.

Después de Sudáfrica los principales productores son Canadá-Brasil, Estados Unidos y Australia. Rusia es el principal productor de los países comunistas, aunque no se tienen cifras con fiables sobre su producción anual.

Los principales usos que se le dan al oro son, en orden de importancia: la joyería, la industria electrónica y la acuñación de monedas oficiales.

Los principales países consumidores de oro son: Italia, Estados Unidos, India y Japón.

En cuanto a la plata, el principal productor es México, después le siguen Perú, Canadá y los Estados Unidos. Los principales usos que se le dan a la plata son: en la industria fotográfica, en la industria electrónica y en la joyería. Los principales países consumidores de plata son: Estados Unidos, Japón y Alemania Federal.

V.2 MERCADOS INTERNACIONALES

Actualmente, existe un mercado de oro y plata en diferentes países del mundo que permiten hacer operaciones en éstos metales las 24 horas del día.

Los principales mercados son: Londres, Zurich y Nueva York.

Además existen mercados en Chicago, Hong Kong, Australia y -
Singapur, entre otros.

A continuación describiré la forma de operar de los tres prin-
cipales mercados.

EL MERCADO DE LONDRES

Londres es el centro financiero que tuvo el primer mercado or-
ganizado de oro y plata. La característica principal de este mer-
cado es que la mayoría de las transacciones involucran la entre-
ga o recepción del metal en cuestión.

El mercado del oro en Londres está controlado por 5 persona-
jes que representan a las más poderosas casas de operación de -
oro en barras: Samuel Montagu, Sharps Pixley, Mocata & Goldsmid,
N.N. Rothschild y Mase Westpac, quienes se reúnen 2 veces al día
para llevar a cabo los tradicionales "fixings" del oro, los cua-
les consisten en lo siguiente:

Al empezar las sesiones, cada empresa declara sus posiciones,
ya sean compradoras o vendedoras. A través de la sesión se reci-
ben ordenes adicionales de compra o venta, y el precio se ajusta
continuamente hasta que la oferta y la demanda llegan a un punto
de equilibrio. En ese momento el precio queda fijo y todas las -
transacciones se realizan a ese precio. Los vendedores de oro no
pagan ninguna comisión, mientras que los compradores pagan 1/4%
del precio fijado.

Generalmente estas sesiones duran pocos minutos, sin embargo,
cuando el precio del oro es muy volátil éstas pueden durar cerca
de una hora.

La forma en que se llevan a cabo las transacciones de oro en
este mercado es utilizando barras "good delivery", cuyas caracte-
rísticas son:

a) **Peso por barra:**

Mínimo: 350 onzas troy (1 onza = 31.1 gramos)

Máximo: 430 onzas troy

b) **Dureza mínima: 99.5%**

c) **Otros requerimientos:**

Cada barra debe tener un número seriado, y la certificación sobre su pureza por una compañía afinadora aceptada en el mercado y grabada en ella.

Al igual que en el mercado de oro, existe un mercado de plata en Londres, en el cual se reúnen únicamente 3 firmas para llevar a cabo el "fixing". A diferencia de los "fixings" del oro, solamente existe uno en la plata en el que se llega a un precio de equilibrio de una manera análoga a la del oro. Cabe mencionar que además de la sesión del "fixing" existe la posibilidad de efectuar operaciones en este metal todo el día, en la que los participantes del mercado cotizan un precio de compra y un precio de venta razonable. En este mercado la plata tiene una pureza mínima de 0.999 y el contrato es de 10,000 onzas. El tipo de barras que se operan en este mercado, tanto en el "fixing" como en el mercado independiente, tienen las siguientes características:

a) **Peso por barra:**

Mínimo: 500 onzas troy

Máximo: 1,250 onzas troy

Nota: generalmente las barras de plata son de aproximadamente 1,000 onzas.

b) **Pureza mínima: 99.9%**

c) **Otros requerimientos:**

Análogos a los del oro.

Las comisiones por hacer transacciones en el "fixing" de la plata son iguales a las comisiones de los "fixings" del oro. Al igual que en el caso del oro, existen muchas transacciones de plata que se realizan en base al fix. Todas las operaciones que se realizan en los "fixings", tanto de oro como de plata, tienen fecha valor 48 horas después de concertada la operación.

EL MERCADO DE ZURICH

En Zurich, en forma similar que en Londres, se lleva a cabo un "fixing" diario del oro y la plata. En el oro, existe el llamado "Zurich Gold Pool" formado por los tres principales bancos suizos, los cuales llevan a cabo el "fixing". Además de estos bancos, existen cambistas profesionales que efectúan transacciones en un mercado propio. Cabe mencionar que el precio en el "fixing" es la base utilizada por todos los cambistas en Zurich para cotizar el precio del metal. Generalmente el diferencial entre el precio de compra y el precio de venta en este mercado es de 3 dólares por onza, el cual puede cambiar dependiendo de la volatilidad del mercado. El "fixing" de la plata lo realizan también los mismos tres bancos que llevan a cabo el "fixing" del oro. Las comisiones para operar en ambos "fixings" son idénticas a las comisiones de los "fixings" de Londres. Es más, las barras de oro y plata que son operadas ahí tienen exactamente las mismas características de peso y pureza que las barras operadas en Londres.

Este mercado también es un mercado "físico", en el sentido de que es un mercado en el cual las entregas físicas del metal se llevan a cabo.

Es importante señalar que en la actualidad se han desarrollado procedimientos bajo los cuales no es necesario transferir físicamente el metal comercializado.

Esto se debe a la creación de cuentas de oro y plata en las que los movimientos de metal son llevados contablemente en los balances de los bancos, y los activos correspondientes deben ser entregados en demanda. Este tipo de cuentas se volvieron muy populares en Zurich debido a que las operaciones de compra de metal en Suiza causan impuestos. Actualmente, este tipo de cuentas son utilizadas en los principales mercados, ya que además de eliminar los movimientos físicos, se eliminan los costos de almacenamiento y seguro.

EL MERCADO DE NUEVA YORK

El mercado de Nueva York es en la actualidad el mercado donde se opera el mayor volumen de oro y plata. A diferencia de los mercados europeos, este mercado se caracteriza por ser un mercado a futuro, en el cual la mayoría de los contratos negociados se deshacen antes de su fecha de vencimiento, por lo que existen muy pocas entregas físicas del metal. Este mercado conocido como el COMEX (New York Commodity Exchange Inc.) es el mercado de metales más activo del mundo y el que tiene mayor influencia en los precios de los metales.

Los contratos en el COMEX tienen las siguientes características:

ORO

Contrato: 100 onzas troy

Peso por barras: 100 onzas troy en una tolerancia de + 5%

Pureza mínima: 99.5%

Otros requerimientos: cada barra debe tener un número seriado y la certificación sobre su pureza por una compañía aceptada en el mercado, grabada en ella.

PLATA

Contrato: 5000 onzas troy

Peso por barra: mínimo 950 onzas troy

Máximo: 1050 onzas troy

Pureza mínima: 99.9%

Otros requerimientos: análogos a los del oro

La función económica de este mercado es muy importante ya que permite a los productores y consumidores de metales cubrirse del riesgo que implican fluctuaciones en los precios, puesto que existen en este mercado especuladores que están dispuestos a tomar dichos riesgos con el objeto de obtener utilidades en el corto plazo.

A continuación ejemplificaré como se puede realizar una operación de cobertura, la cual proporciona a una empresa productora o consumidora de metal la posibilidad de asegurar el precio al cual transará en el futuro, eliminando de ésta manera la incertidumbre sobre los precios. De ésta forma, el participante del mercado evita sufrir pérdidas como resultado de la volatilidad en los precios de los metales.

La operación más simple de cobertura implica tomar una posición en el mercado a futuro del mismo tamaño pero del lado opuesto a la posición que se tiene en este momento. Por ejemplo, si un productor tiene una posición larga de 100 onzas de oro, abriría una posición corta a futuro de 100 onzas. Al establecer es-tas posiciones el productor queda protegido ya que la posible pérdida en el mercado spot se compensa con una utilidad en el mercado a futuro. Cabe mencionar que ésta operación de cobertura la que se hace contra la posición correspondiente de metal ffsico, no substituye en todos los casos una operación posterior en el mercado spot. Esto se ilustrará con los siguientes ejemplos:

- Cobertura del productor

El 23 de Diciembre de 1986, al desarrollar las proyecciones de producción y ventas de oro para el año siguiente, una compañía estima que refinará y venderá 1,000 onzas de oro - en Abril próximo, calculando que debe recibir 420.00 dls./oz. para cubrir sus costos de producción.

Dado que el oro para entrega en Abril siguiente se negocia a 435.00 dólares la onza, la compañía minera puede asegurar un precio mínimo de venta de su producción futura haciendo la siguiente operación:

MERCADO SPOT

El 23 de Diciembre de 1986 el precio spot del oro es de - 425.00 dls./oz.

La compañía minera determina sus costos de producción en - 420.00 dls./oz.

En Abril el precio del oro en el mercado spot es de 400.00 - dls./oz.

La compañía minera vende las 1,000 onzas a 400.00 dls./oz.
Pérdida: 20.00 dls./oz.

MERCADO DE FUTUROS

Vende 10 contratos de oro para entrega en Abril a 435.00 - dls./oz.

Compra 10 contratos de oro para entrega en Abril a 400.00 - dls./oz.

Ganancia: 35.00 dls./oz.

Utilidad = $\begin{matrix} \text{Ganancia} & \text{Pérdida} \\ 35 & - 20 \end{matrix}$ = 15 dls./oz. (sobre los cos
tos de producción)

- Cobertura del fabricante

El 23 de Diciembre un joyero acepta una orden para entregar anillos de graduación en Julio. El fabricante estima que re querirá 5,000 oz. de plata y que necesitará ésta cantidad - en Abril cuando empezará a fabricarlos. Basándose en el pre cio a futuro con entrega en Julio y en sus costos de fabri- cación, el fabricante cotiza un pre cioso para los anillos y - firma un contrato con su cliente.

El fabricante podría comprar la plata necesaria cuando acep ta el pedido del cliente, pero esto implicaría inmovilizar- una cantidad considerable de capital o hacer arreglos para- financiar el metal, así como tomar provisiones para el alma cenamiento del metal de Diciembre a Abril.

Si el fabricante espera hasta Abril para comprar la plata, - estará especulando con los precios, si los precios bajan el fabricante obtendrá utilidades adicionales, pero si en - cambio, los precios suben, su ganancia sería menor e inclu- so podría tener pérdidas.

El fabricante no desea especular o incurrir en costos inne- cesarios, de forma que obtiene una cobertura en futuros de- la siguiente manera:

MERCADO SPOT

El 23 de Diciembre de 1986 el fabricante vende los anillos- tomando como base el precio de la plata de un futuro con en trega en Julio, de 6.04 dls./oz.

A fines de Marzo el fabricante compra 5,000 oz. de plata al pre cioso spot, el que es de 6.50 dls./oz.

Pérdida: 0.46 dls./oz.

MERCADO DE FUTUROS

Compra 1 contrato de plata para Julio a 6.04 dls./oz

Vende un contrato de plata para Julio a 6.55 dlls./oz.
Ganancia: 0.51 dlls./oz.

Utilidad = $\begin{matrix} \text{Ganancia} & \text{Pérdida} \\ 0.51 & - & 0.46 \end{matrix} = 0.05 \text{ dlls./oz.}$

V.3 EL MERCADO DE METALES EN MEXICO

Desde hace muchos años, el Banco de México, ya sea directamente o a través de algunas instituciones de crédito, ha venido abasteciendo de oro y plata a los orfebres y joyeros de nuestro país, los cuales producen artículos tanto para el consumo interno como para la exportación.

El mecanismo de venta y cotización sufre modificaciones continuas derivadas de cambios en los mercados internacionales de los metales o de regulaciones internas. A la fecha el mecanismo de venta que se tiene implementado se resume a grandes rasgos como sigue:

En lo que se refiere al abastecimiento para el mercado nacional, el distribuidor exclusivo de plata y oro del Banco de México es Banca Cremi. Esta institución a su vez, ya sea a través de sus propias sucursales o de corresponsales contratados para tal efecto, distribuye el metal en la Ciudad de México y en las principales ciudades de provincia.

Existen dos formas diferentes de ventas de metal a orfebres, joyeros e industriales nacionales, dependiendo del destino final del producto: aquéllas que son para consumo interno y aquéllas que son para la fabricación de artículos de exportación.

Las ventas de oro y plata para consumo interno, al ser una operación que se encuentra clasificada en el mercado libre de divisas, no tienen que cubrir ningún requisito especial excepto el de demostrar que el comprador es un orfebre, joyero o industrial debidamente establecido. Por lo que se refiere a las operaciones de venta destinadas a la fabricación de artículos para exportar,

el Banco de México a través de Banca Cremi tiene montado un mecanismo que permite al comprador adquirir el metal a un precio en moneda nacional que se obtiene al convertir a pesos las cotizaciones en dólares del mercado internacional usando el tipo de cambio controlado vigente en el día en que se efectúa la compra.

En cuanto al abastecimiento de metal, el Banco de México tiene como objetivo que el joyero, orfebre o industrial cuente con la facilidad de adquirir el oro y la plata en presentaciones que satisfagan los requerimientos de sus procesos de fabricación. Es por esto que se puede adquirir en Banca Cremi plata en diferentes presentaciones como son: barras y placas de plata fina, plata fina en granalla y plata sterling. Esta última aleación se proporciona en diferentes presentaciones como son: cintas, alambres y láminas de diferentes tamaños y calibres, con una pureza mínima de 925 milésimas de plata pura. Por lo que se refiere al oro éste se vende en láminas con pureza mínima de .999 milésimas y los tamaños más demandados son los de 50 y 100 gramos, aunque se pueden tener láminas de mayor peso.

Los precios a los cuales se venden el oro y la plata están basados en las cotizaciones del día en los mercados internacionales, a los que se les agregan los costos de fletes, fabricación y distribución, que son independientes del tamaño de la compra. Es importante mencionar que el precio de venta es fijo durante el día, lo cual permite al comprador saber si el precio de venta es representativo del valor del oro y de la plata en el momento que quiere comprar. El hecho de tener el mismo precio de venta para cualquier cantidad de metal que el comprador requiera adquirir, permite a los pequeños compradores adquirir el metal en los mismos términos y condiciones que los grandes consumidores. Esta política de precios no se utiliza en países como E.U.A. en donde a menor cantidad de compra corresponde un precio mayor.

MERCADO INTERBANCARIO DE MONEDAS DE ORO Y PLATA

Dentro de las monedas que circulan actualmente, las primeras se acuñaron en 1950 y fueron las monedas de 5.00 y 10.00 pesos-oro, posteriormente se acuñaron las monedas de 2.00, 2 1/2, - 20.00 y 50.00 pesos, esta última llamada centenario por haber sido emitida por primera vez en 1921.

En la actualidad estas monedas de oro son catalogadas como "bullion coins". La característica de las monedas llamadas así, es que se comercializan con un premio muy pequeño, entre el 2 y 10% por encima de su contenido de metal, y su objetivo fundamental es proporcionar a los inversionistas una manera barata de poder invertir en los metales preciosos. De no existir este tipo de monedas, los inversionistas que quisieran poseer oro y plata se verían forzados a comprar barras, lo cual no está al alcance de las minorías.

Los bancos pueden comprar y vender libremente oro y plata amonedados, y para cubrir sus ventas o deshacerse de sus posiciones largas existe también al igual que en el mercado de dólares y divisas, un mercado interbancario en el que se llevan a cabo este tipo de operaciones.

Los montos mínimos para operar son de 100 centenarios de oro y 2000 onzas troy de plata.

El procedimiento para operar es generalmente a base de entregas físicas del metal y en ocasiones a través de condiciones pactadas de ambos lados para entregar a 24 o 48 horas.

Es importante señalar que es Banco de México quien determina diariamente las cotizaciones de apertura para operar oro y plata en los diferentes bancos, en base a las cotizaciones en el mercado internacional.

Por diferencias de horarios en los mercados principales de oro y plata, Banco de México considera el cierre de Londres y la apertura de Nueva York para determinar el tipo de apertura en México, considerando el desliz cambiario para el día.

VI ANALISIS DE UN CASO PRACTICO

VI.1 FUNCION DE LA CENTRAL DE CAMBIOS EN UN BANCO

La actividad de cambios es una de intermediación financiera, como el resto de los servicios bancarios y representa un servicio complementario al del otorgamiento de crédito, por lo tanto la central de cambios en un banco representa un area primordial tanto para el crecimiento de la misma institución, como para contribuir con las medidas adoptadas por la banca central en lo que se refiere a política cambiaria.

OBJETIVOS

- Proporcionar a la clientela un servicio profesional con objeto de incrementar la penetración de mercado y asegurar al mismo tiempo otros negocios colaterales de mayor rentabilidad marginal para la institución.

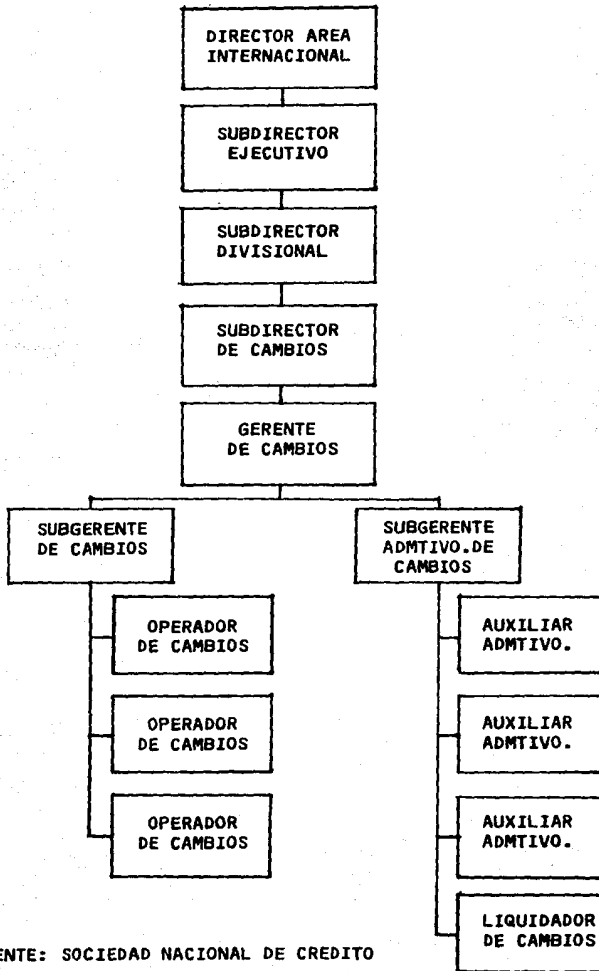
- La central de cambios como centralizadora de operaciones - deberá coordinar a nivel nacional que todas las funciones de - cambios se lleven a cabo de acuerdo con los objetivos asignados a cada plaza.

- Deberá dar cotizaciones que vayan de acuerdo al comporta - miento del mercado, mismas que conllevarán una utilidad margi - nal para el banco.

- Mantener en buen funcionamiento el sistema de comunicación tanto de teléfonos, sistemas de información, telex y swif, para poder proporcionar a la clientela un buen servicio.

- Deberá tener la capacidad para poder llevar a cabo las - transacciones, desde las cotizaciones mismas hasta la liquida - ción de las operaciones conforme a los términos y condiciones - originalmente pactadas con los clientes.

ESTRUCTURA DE CENTRAL DE CAMBIOS



FUENTE: SOCIEDAD NACIONAL DE CREDITO

ORGANIZACION INTERNA

Como se puede observar en la estructura de central de cambios en el nivel jerárquico superior se encuentra el Director General del área internacional quien es el representante ante la institución del funcionamiento del área de cambios, así como de todas las áreas que se encuentran dentro de la división internacional.

El Subdirector ejecutivo es el responsable del funcionamiento de las diferentes subdirecciones divisionales y actúa como el Subdirector del Director General del área internacional.

El Subdirector divisional de cambios además de ser el responsable de ésta área, también tiene a su cargo la tesorería internacional, la que se encarga de asignar los recursos financieros a cambios y fija límites para el manejo de cambios, éste es el encargado de dirigir y coordinar a nivel nacional que todas las operaciones de cambios se lleven a cabo de acuerdo a lo establecido, así como vigilar que sus posiciones en dólares y en divisas no rebasen los límites permitidos, y en general adecuar sistemas que permitan a la institución ofrecer un buen servicio que conduzca al aumento de productividad.

El Gerente de Cambios tiene la función de dirigir tanto el área operativa como el área administrativa de central de cambios así como mantener comunicación con el área de bancos y correspondientes para verificar que todas las operaciones que sean pactadas se liquiden bajo los términos y condiciones acordadas con los clientes.

El Subgerente de operaciones de cambios tiene la función de fijar diariamente la estrategia a seguir para operar y coordinar en forma general las funciones de los operadores de cambios. A su vez los operadores de cambios son los encargados de determinar los tipos de cambio para operar divisas y transmitirlos a los

das las sucursales, antes de comenzar el día, en base a como se coticen a nivel internacional, así como llevar a cabo las coberturas de dólares libres, controlados y divisas que se operen tanto en el mercado de ventanilla como en el mercado interbancario.

El liquidador se encarga de hacer los pagos necesarios al efectuar operaciones con otros bancos o empresas.

El Subgerente Administrativo de cambios es el responsable de que las operaciones pactadas se contabilicen correctamente en base a las instrucciones que reciban de la mesa de operación, así como verificar en balanza que dichas operaciones sean registradas adecuadamente, vigilando la posición de dólares y divisas a nivel nacional.

Los auxiliares administrativos son los encargados directamente de llevar a cabo las fichas contables, los registros de operaciones, controles y archivos de las operaciones que se pacten en central de cambios.

AREAS DE RESPALDO

La central de cambios al ser la base para realizar cualquier tipo de operación de carácter internacional, cuenta con áreas llamadas de respaldo, las que coadyuvan para llevar a cabo las operaciones cambiarias, así como para brindar una serie de servicios adicionales a los de cambios.

A continuación se mencionan dichas áreas:

- Tesorería internacional. Es el área que maneja los recursos financieros y fija límites de dólares y divisas para mantener en posición.
- Bancos y corresponsales. Se encarga de las transferencias de fondos en el extranjero para cubrir las operaciones de

- cambios en base a las instrucciones que recibe de la mesa de operación, también se encarga de verificar que sean acreditados los fondos por operaciones de compra de dólares o divisas, y en general mantener comunicación estrecha con los bancos corresponsales.
- Remesas. Es el area encargada de recibir remesas en dólares y divisas que se toman en las sucursales para posteriormente mandarlas al cobro al extranjero.
 - Cobranzas. Esta area también recibe remesas y cheques, pero a diferencia de la anterior, cobranzas acredita los fondos al cliente cuando ha verificado en el extranjero que los documentos son buenos.
 - Contabilidad. Es el area que se encarga del registro contable de todas las operaciones de cambios en base a las fichas y controles que ésta le envíe.

MANEJO DE POSICIONES Y OPERATIVIDAD

La satisfacción de las necesidades en divisas de la cliente la lleva a un banco a crear posiciones cambiarias, por lo cual los operadores de cambios deberán proporcionar la cobertura de dichas posiciones con objeto de administrar el riesgo intrínseco de las mismas y adicionalmente deberán buscar incrementar la productividad del area.

La administración de la posición implica el manejo del inventario de divisas, ya que cada transacción de compra-venta automáticamente afecta el inventario de divisas existentes y el riesgo que conlleva la variación en precios de las monedas que lo conforman. La posición en una divisa puede ser corta o larga como se explicó en el capítulo II.

Las operaciones que se realicen en dólares o en divisas deberán comunicarse inmediatamente a todos los cambistas y si es

necesario se modificarán las cotizaciones respectivas en ese mismo momento, ya que la posición se verá afectada.

Ejemplo:

Supongamos que al inicio de operaciones en la central de cambios de un banco mexicano, los cambistas observan que la posición de dólares libres con la que cerró el día anterior es ligeramente larga por 100,000 dólares y corta en moneda nacional por 120,000 es decir, se tiene dólares a un tipo de 1,200 pesos. La intención del banco es la de mantener una posición no superior a los 200,000 dólares al finalizar el día.

Al primer cliente que solicita una cotización interbancaria para el dólar-peso, el banco le cotiza a 1202-1204 compra venta, respectivamente, al cual el cliente les vende 1,000,000 dólares a su tipo de compra de 1202, por lo que ahora su posición será larga en dólares por 1,100,000.

Promediando la posición inicial y la compra de dólares se obtendrá lo siguiente:

		Tipo
Posición inicial	100,000 dls.	1200
Compra	1,000,000 dls.	1202
TOTAL	1,100,000 dls.	1201.82 (promedio)

Consecuentemente bajan su cotización a 1201.50-1203, a la que un segundo cliente les compra a su tipo de venta 900,000 dólares de lo que se obtiene lo siguiente, suponiendo que sean las únicas operaciones en el día:

		Tipo
Posición inicial	100,000 dls.	1200
Compra	1,000,000 dls.	1202
TOTAL	1,100,000 dls.	
Venta	900,000 dls.	1203
Tipo promedio de compra		1201.82
Tipo de venta		1203

Margen de utilidad	1.18 x 900,000
Utilidad bruta	1'062,000 pesos

Cabe mencionar que no se tomó en cuenta el costo de mantener la posición inicial en dólares por un día, posteriormente se - considerará este punto.

RESULTADOS POR OPERACIONES CAMBIARIAS

Los resultados en una central de cambios se obtienen tomando en cuenta los siguientes aspectos:

- a) Diferencias entre compra y venta, como en el ejemplo ante rior.
- b) Por la inversión del "float" o flotante, el cual se genera por las ventas en documentos que no son cobrados de in mediato o que son usados solo como especulación.
- c) Mediante el manejo adecuado de expectativas a fin de efec tuar las coberturas en el mejor momento posible.
- d) En operaciones de arbitraje, es decir, aprovechándose de dos cotizaciones diferentes de una divisa.

Todo lo anterior se considera como resultados por operacio - nes cambiarias, sin embargo un banco puede obtener ingresos adi cionales por operaciones derivadas por los movimientos cambia - rios, como son:

- a) Cobro de comisiones por expedición de giros, ordenes de - pago, venta de cheques de viajero y compra de remesas.
- b) Inversión de los excedentes en moneda nacional al mante - ner posiciones cortas en divisas, utilizando el flotante - y considerando el flujo de liquidez de los bancos corres - ponsales.

COSTOS Y GASTOS ORIGINADOS POR OPERACIONES DE COMPRA VENTA

A continuación analizaré los diferentes costos en que se incurre por distracción de recursos financieros, con lo cual se podrá medir la productividad real de la central de cambios:

Manejo de cuenta. Los bancos que actúan como corresponsales en el extranjero cobran cierta cantidad por manejar la cuenta, efectuar los movimientos de transferencia de fondos e inversión de los mismos.

Gastos. En este punto se incluyen gastos administrativos como sueldos, gastos de instalación, mantenimiento, papelería, etc.

Reciprocidad. A este respecto, el banco corresponsal no cobrará por el manejo de la cuenta cuando el banco manejado mantenga cierto saldo y que su flujo de operaciones sea constante, lo mismo sucederá cuando el banco corresponsal mantenga cuenta con el otro banco, es decir, el efecto será recíproco.

Costo financiero. El costo financiero está representado por el costo porcentual promedio, es decir, por el costo del dinero. En el caso de la central de cambios, el mantener un dólar en posición significará incurrir en este costo, por lo tanto se tendrá que considerar para llevar a cabo cualquier transacción cambiaria.

$$\text{Fórmula} = \frac{C P P \times \text{tipo}}{360} = \text{costo por día en moneda nacional}$$

Costo de oportunidad. Este costo está representado por aquella oportunidad de invertir y que por mantener los fondos invertidos en posiciones se incurre en él.

En el caso de las sociedades nacionales de crédito la banca central les da la opción de invertir pesos a una tasa igual al C.P.P. x 1.15.

$$\text{Fórmula} = \frac{C P P \times 1.15}{360} \times \text{tipo de cambio} = \text{costo por día en moneda nacional}$$

Ejemplo:

Al inicio de operaciones la central de cambios observa que -
su posición al cerrar el día anterior es larga por 100,000 dóla-
res y efectúa durante el día las siguientes operaciones:

Posición inicial	Tipo		
100,000 dls.	1200		
Compra	Tipo	Venta	Tipo
130,000	1202.25	1,000,000	1203
90,000	1202	400,000	1203.25
1,400,000	1201.75	600,000	1202.75
500,000	1201.50	100,000	1202.50
<u>2,220,000</u>	<u>TOTAL</u>	<u>2,100,000</u>	<u>TOTAL</u>
Tipo promedio de compras más posición inicial		Tipo promedio de ventas	
1201.654279		1202.952381	

Resultados:

1. Posición inicial = larga por 100,000 dólares al tipo de -
1200 pesos por dólar.
2. Posición final = 120,000 dólares al tipo de 1201.654279
3. Margen de utilidad por dólar vendido =
 $1.298102 \times 2,100,000 = 2,726,014.20$
4. Costo de oportunidad por haber mantenido la posición de -
100,000 dólares por un día.

$$\text{Fórmula} = \frac{C P P \times 1.15}{360} \times \text{tipo de cambio}$$

$$= \frac{95.79\% \times 1.15 \times 1200}{360} = 3,671,950 \text{ pesos}$$

Esto significa que por cada dólar mantenido en posición se incurrió en un costo de 3.671950 pesos, por 100,000 dólares iguala a 367,195 pesos.

Utilidad por dólares vendidos	2,726,014.20
Costo de oportunidad	<u>367,195.00</u>
Utilidad bruta por cambios	2,358,819.20

VII. COMPROBACION DE LA HIPOTESIS Y CONCLUSIONES

Como se pudo apreciar a lo largo de la investigación, la hipótesis quedó comprobada al llevar a cabo el análisis de la evolución del mercado de cambios en México considerando desde el primer patrón monetario y analizando el desarrollo que en materia de cambios se ha dado a nivel internacional.

Por otra parte, se pudo conocer el efecto en la economía mexicana de las políticas adoptadas en años anteriores.

Como conclusión es necesario enfatizar que si bien es cierto que la política cambiaria adoptada de Julio de 1985 a la fecha ha dado estabilidad al mercado, también es cierto que ha traído consigo otro tipo de problemas.

Como pudo observarse, la devaluación de Julio de 1985 dejó al peso subvaluado en casi un 10%. A partir de esta fecha el margen de subvaluación fue aumentando significativamente concluyendo en más del 40% al término de 1986, esta medida provocó que los productos mexicanos fueran más atractivos para el exterior, reflejándose inmediatamente un aumento de ingreso de divisas por exportaciones no petroleras, aunado a ello las altas tasas de interés hicieron atractiva la inversión en pesos pero a su vez encarecieron el crédito; a consecuencia de lo anterior algunos capitales refugiados en el extranjero regresaron al país.

Por otra parte, los créditos obtenidos recientemente por el gobierno mexicano permitieron por un lado, cubrir los intereses por concepto de deuda externa y seguir financiando obras de carácter prioritario y por otro, aumentar las reservas internacionales en Banco de México.

El efecto negativo de estas políticas se ve reflejado en el índice de inflación y en medida se debe al margen tan alto de subvaluación que está provocando el correspondiente efecto

de encarecimiento de los insumos de importación, es decir, provo
ca una inflación de costos.

Por lo dicho anteriormente considero que si ya se tiene un ni
vel de reservas internacionales, incluso por arriba de los desea
do, y si se piensa abatir la inflación, una medida que puede con
tribuir es la de disminuir el desliz cambiario o mantenerlo en -
los mismos niveles durante cierto tiempo, ya que la misma brecha
inflacionaria México-Estados Unidos haría que se redujera el mar
gen de subvaluación.

VIII. BIBLIOGRAFIA

Banco de México
Inconveniencia del Control de Cambios
México 1982

Banco de México
Indicadores Económicos
México 1970-1986

Banco de México
Seminario para Operadores de Cambios
México 1986

Banco de México
Anuario 1986
México

Centro de Análisis Económico y Financiero, A.C.
Tendencias Económicas
Ediciones Olmeca
Nos. 5, 6, 9 y 10
México

Instituto Mexicano de Ejecutivos en Finanzas, A.C.
No. 4, Abril
México 1987

Nacional Financiera
El Mercado de Valores
Nos. 8, 12, 13 y 15
México

Pasos, Luis
Devaluación en México
Editorial Diana
México 1976

Sociedad de Banca Suiza
El Cambio de Divisas y Operaciones del Mercado Monetario
Suiza 1981

Torres Gaytan, Ricardo
Teoría del Comercio Internacional
Editorial Siglo Veintiuno
México 1981

Torres Xammar, Miguel; Zorrilla, Santiago
Guía para elaborar la Tesis
Editorial Interamericana
México 1986