

166  
29



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA  
DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

LA POLITICA CAMBIARIA EN MEXICO  
(EXPERIENCIAS RECIENTES 1987-1995)

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
LICENCIADO EN ECONOMIA  
P R E S E N T A :  
JORGE LUIS SANCHEZ VIVEROS



ASESOR: JOSE LUIS MARTINEZ MARCA.

MEXICO, D. F.

1998.

TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN

262959



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

## AGRADECIMIENTOS

A Teté (Q.E.P.D.) fuente inagotable de motivación para lograr un grado académico.

A Martha Alicia por compartir los objetivos que me he propuesto en la vida.

A Abish, Yahel y Yelitza, tres estrellas que Dios me encomendó, por su discreto pero indeleble aliento para concluir este proyecto.

Al Mtro. José Luis Martínez Marca por la precisión  
en sus comentarios que dieron forma a este trabajo.

A todos mis maestros, amigos y familiares que han  
coadyuvado en mi formación profesional.

## INDICE

	Pag.
<b>INTRODUCCION</b>	<b>1</b>
<b>CAPITULO I. EL DINERO Y SU VALOR</b>	<b>5</b>
I.1.1. INTRODUCCION.	
I.1.2. GENESIS ( El trueque. Mercancia - moneda. Moneda metálica. Moneda papel. Moneda fiduciaria. Moneda escritural ).	
I.1.3. EL DINERO EN LA ACTUALIDAD ( Moneda metálica. Billetes. Depósitos a la Vista o cuenta de cheques. Instrumentos bancarios a corto y largo plazo. Instrumentos no bancarios a corto y largo plazo ).	
I.1.4. DEFINICION.	
I.1.5. FUNCIONES (Medio de cambio. Unidad de cuenta. Almacén de valor ).	
I.2. EL VALOR DEL DINERO.	
I.2.1. INTRODUCCION.	
I.2.2. EL VALOR INTERNO DEL DINERO (La teoría cuantitativa. Método de transacciones: la ecuación de cambio; la cantidad de dinero; la velocidad de circulación; el volumen físico de comercio; el nivel general de precios; aplicaciones; crítica. Método de la corriente de ingreso. Método de ingresos y gastos. Método de saldo monetarios ).	

I.2.3. EL VALOR EXTERNO DEL DINERO (Teoría de la paridad del poder adquisitivo. Teoría de la balanza de pagos ).

## **CAPITULO II. LA DETERMINACION DEL TIPO DE CAMBIO**

46

II.1. INTRODUCCION.

II.2. EL SISTEMA DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL ( El Plan White. El Plan Keynes. Finalidades, funcionamiento, derechos, obligaciones ).

II.3. CONTROL DE CAMBIOS.

II.4. TASAS DE CAMBIO FIJAS ( Patrón oro. Patrón oro en lingotes. El patrón de cambio de oro ).

II.5. TASAS DE CAMBIO LIBRES ( Demanda corriente de cambio. Elasticidad de la demanda. Oferta corriente de cambio. Elasticidad extranjera de la demanda de cambio. Crítica. El enfoque de la absorción. Inestabilidad y movimientos de capital).

II.6. TASAS DE CAMBIO FLEXIBLES.

## **CAPITULO III. LA EXPERIENCIA EN MEXICO**

80

III.1. ANTECEDENTES.

III.1.1. 1954 - 1976 TIPO DE CAMBIO FIJO ( Período de estabilidad. El período de desequilibrio económico ).

III.1.2. 1977 - 1982 TIPO DE CAMBIO CON FLUCTUACION ALTA.

III.1.3. 1983 - 1987 TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE.

III.2. LA EXPERIENCIA RECIENTE 1988 - 1997.

**CAPITULO IV. EL MERCADO CAMBIARIO EN MEXICO**

**108**

IV.1. EL MERCADO CAMBIARIO.

IV.1.1. DEFINICIONES, CARACTERISTICAS Y FUNCIONES.

IV.1.2. COTIZACIONES Y OPERACIONES CAMBIARIAS.

IV.2. EL MERCADO CAMBIARIO EN MEXICO.

IV.2.1. PARTICIPANTES E INTERMEDIARIOS.

IV.2.2. OPERACIONES ( Bancos: compra venta de billetes; transferencias u órdenes de pago; documentos; mercado de coberturas cambiarias de corto plazo. Casas de Cambio. Establecimientos Cambiarios. Casas de Bolsa ).

IV.2.3. MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES

**CONCLUSIONES**

**133**

**BIBLIOGRAFIA**

**140**

S

## INTRODUCCION

El 20 de diciembre de 1994, el Banco de México anunció que el techo de la banda de flotación del peso, se incrementaba a \$4.00 por dólar, lo que significaba de hecho una devaluación de 15%, la reacción de los mercados ante tal medida hizo notar que el ajuste no era creíble y los capitales continuaron saliendo, se calcula que en dos días abandonaron el país alrededor de 5,000 millones de dólares, el 22 de diciembre se anunció un régimen de flotación: se abandonaba el compromiso de mantener la paridad dentro de una banda mediante la intervención del Banco de México. Lo que siguió fue un desquiciamiento de los mercados que llevaron al país al borde de un colapso financiero. A principios de 1994 las reservas internacionales eran de 27,000 millones de dólares, a diciembre del mismo año de 11,000. Vale recordar las palabras del Lic. José López Portillo en su último informe presidencial: " ya nos saquearon, no lo volverán a hacer ", refiriéndose a los aproximadamente 50,000 millones de dólares que se fugaron del país entre 1980 y 1982.

Como vemos el problema no es nuevo, data de marzo de 1905 cuando el gobierno del Gral. Díaz fijó la paridad de 2 pesos por 1 dólar, después de haberse mantenido desde 1873 en 1 a 1, efectuándose así la primera gran devaluación, siguiendo con la segunda en diciembre de 1933, cuando nuevamente se movió a 3.60 pesos por dólar, y la tercera en octubre de 1940, cuando la paridad se fijó en \$4.85 y la cuarta, en junio de 1949 que llevó al dólar a cotizarse en 8.65 pesos, y la quinta en marzo de 1954, cuando el dólar se ubicó en aquel añorado \$12.50, mismo que se mantuvo hasta agosto de 1976, cuando se da la sexta devaluación de nuestra moneda y prosiguiendo con las de febrero y agosto de 1982, noviembre de 1987 y finalmente la de diciembre de 1994.

Es que en casi un siglo devaluaciones del peso mexicano, no hemos querido dimensionar lo que el manejo de la política cambiaria conlleva, y máxime que los ajustes drásticos en la paridad tienden a provocar efectos traumáticos en nuestra economía.

Las generaciones relativamente jóvenes, es decir, de 1970 a la fecha, se han acostumbrado a los sobresaltos que cada fin de sexenio trae, y cuando parecía que finalmente la regla se rompería en 1994, los mexicanos y también el mundo entero despertamos de la ilusión, sí, de esa ilusión alimentada durante 6 años que nos llevó incluso a ser admitidos como miembro de la OCDE. Después de despertar

admiración, las autoridades mexicanas cayeron en el descrédito: cuanto más grandes las expectativas, más grande la decepción.

El Pacto de Solidaridad Económica firmado en 1987 asignó al tipo de cambio un papel medular dentro del programa de estabilización al mantenerlo fijo ( el nominal ), dadas las experiencias observadas en varios países como Israel y Argentina, después de 6 años, para algunos analistas la tardanza en modificar la política cambiaria y aumentar la paridad del peso dentro de un contexto que indicaba que esto era lo correcto, constituye un detonador importante de la crisis mexicana. Lo anterior pone nuevamente en la arena del debate la elección del régimen cambiario idóneo, fijo, libremente fluctuante o flexible.

Lo peculiar de la experiencia mexicana, no es que el gobierno haya tratado empeñosamente de evitar una modificación en la política cambiaria, sino que habiendo optado por mantenerla, no se hubieran atado todos los demás cabos de la política macroeconómica para hacerlo posible.

El presente trabajo responde a la inquietud de: a) evaluación de la política cambiaria a la luz de los resultados obtenidos; b) identificar las variables macroeconómicas más importantes que determinan el tipo de cambio; c) analizar el comportamiento de dichas variables bajo la adopción de los diferentes esquemas de política cambiaria registrados en nuestro país; d) señalar las imprecisiones de la política cambiaria dados los resultados obtenidos; e) señalar que sistema de tipos de cambio es el más conveniente para un país con las características del nuestro.

Para ello será necesario considerar que el comportamiento del mercado cambiario juega un papel fundamental en el desarrollo económico de cualquier país, en él se refleja la situación económica, a la vez que sirve como elemento regulador de las relaciones económicas con el exterior.

Por su parte, el manejo del tipo de cambio, el valor de la moneda con respecto a otra, se puede orientar al fomento de la actividad económica; esto es, puede fomentar las exportaciones o facilitar la adquisición de los insumos industriales que la planta industrial necesita. Igualmente puede incidir favorable o negativamente en las compra de alimentos al exterior.

Su importancia no se limita al ámbito de la política comercial, exportaciones e importaciones de bienes y servicios, sino que también influye decisivamente en la política financiera. En este frente, la política

cambiaría puede repercutir seriamente sobre el monto de la deuda externa, sobre todo si el financiamiento de la actividad económica ha recaído en buena medida en el uso del ahorro externo, lo cual es característico de los países dependientes como el nuestro, en virtud del insuficiente ahorro interno necesario para financiar las presiones que la dinámica económica genera.

La forma y las condiciones en las que nuestro país se ha allegado de esos recursos externos en los últimos años, han sido decisivos en los avatares por los que nuestra economía a pasado. Así, en la crisis 76-82, fue el exceso de inversión pública no sustentada en el ahorro público, sino en el endeudamiento externo, lo que al combinarse con la caída de los precios del petróleo y el incremento de las tasas de interés internacionales desembocaron en la devaluación; y en 1994, el gasto privado, combinado con una caída del ahorro privado, fue financiado con capital de corto plazo, volátil y especulativo, dentro del contexto de los mercados emergentes, lo que provocó la crisis de diciembre de 1994.

Ante estos acontecimientos, no es difícil percibir que el manejo de la política cambiaria se ha caracterizado por algunas imprecisiones de instrumentación, principalmente por lo que hace a su relación con otras variables macroeconómicas.

En función de lo anterior manejamos como hipótesis principal el que el diseño e instrumentación de la política cambiaria debe realizarse dentro de un contexto que considere la estrecha relación causa - efecto con otras variables, dentro de las cuales las más importantes serían, por lo que hace a la política comercial, las importaciones, exportaciones, tipo de cambio real; en cuanto a la política monetaria, la base monetaria y la reserva internacional y a la fiscal, el déficit público. Finalmente por lo que hace a la balanza en cuenta de capital, como se salda el déficit de la cuenta corriente.

Como veremos la desatención de alguna de estas variables ha conducido a un fracaso en los resultados esperados al adoptar determinado esquema cambiario.

Como hipótesis secundaria, la ineficacia de utilizar la política cambiaria con fines comerciales ya que se identifica como rasgo común en prácticamente todas las acciones cambiarias emprendidas, buscar un peso subvaluado que promueva las exportaciones, es curioso percibir también como prácticamente en todos los casos los resultados obtenidos han distado mucho de lo esperado.

Y es que asignarle a la política cambiaria un objetivo meramente comercial, es soslayar las demás implicaciones que tiene dentro del conjunto de la economía, la competencia de la producción nacional no es cuestión solo de precio, sino también de calidad y de productividad.

Es importante tener en cuenta que hoy día, existen posiciones encontradas en cuanto al régimen cambiario idóneo, como ya lo mencionamos anteriormente, por lo que es común escuchar que el tipo de cambio deber ser mas predecible a fin de proporcionar seguridad, de lo que se infiere la preferencia por un tipo de cambio relativamente estable o fijo, o que el régimen de libre flotación en vigor es el mas adecuado para las condiciones actuales de la economía, o que este mismo régimen es volátil y provoca inseguridad y la transmite a otras variables económicas, o que es mejor un Consejo Monetario. Estas inquietudes explican en gran manera el propósito de las iniciativas de ley actualmente en estudio encaminadas a dotar de mayor autonomía al Banco de México en cuanto al manejo de las políticas cambiaria y monetaria.

Y es que hablar del tipo de cambio o de la política cambiaria no es cosa fácil, para su entendimiento es necesario tener como referencia algunos aspectos teóricos importantes que tienen que ver con el dinero mismo, su origen, funciones, valor, etc., temas que abordamos en el capítulo I; con la determinación del tipo de cambio bajo diferentes sistemas o regimenes cambiarios, sobre esto hablamos en el capítulo II. En el capítulo III resumimos la experiencia a partir del Desarrollo Estabilizador, y un análisis sustancioso de las partidas mas importantes de la balanza de pagos, base monetaria, reservas internacionales, crédito interno, déficit público, PIB, INPC, tipo de cambio real y fix por el período comprendido de 1988 a 1994, inclusive hasta septiembre de 1997; el análisis de los diferentes períodos y su correlativo régimen cambiario nos proporciona a la vez el marco teórico de referencia para el presente estudio. En el último capítulo nos referimos al mercado cambiario en general y en particular al de nuestro país, definiciones, características, funciones, operaciones, cotizaciones, intermediarios, etc.

Esperamos que la forma en que procedimos a desahogar las inquietudes aquí referidas, satisfagan el interés de aquellos que consulten este trabajo, al menos es nuestro humilde pero sincero deseo.

## CAPITULO I. EL DINERO Y SU VALOR

### I.1 EL DINERO. GENESIS

#### I.1.1. INTRODUCCION.

No cabe duda que uno de los grandes inventos y descubrimientos de la humanidad lo constituye el dinero, al igual que el alfabeto, la rueda, el fuego etc. El impresionante desarrollo industrial característico de nuestros días, no hubiera sido posible sin la división del trabajo, la especialización y la productividad, los que a su vez han sido factibles gracias al uso del dinero. Y es que un sistema económico basado en la división del trabajo y la especialización, tiene que ser necesariamente una economía de cambio, y no obstante que este cambio se puede realizar por medio del trueque, por algunas circunstancias que veremos mas adelante, se hace necesario, a fin de facilitararlo, la existencia de una economía monetaria, es decir la existencia del dinero que medie dichos cambios.

Para el hombre como consumidor, el uso del dinero le permite ejercer con toda libertad su poder adquisitivo, facilitándole descubrir lo que desea y el grado en que lo desea, induciendo con esto las mercancías y servicios que han de producirse y su cantidad, para optimizar así el uso de la capacidad productiva limitada. De esta manera, el hombre como consumidor, obtiene la mayor utilidad con los medios de satisfacción a su alcance.

Para el hombre como productor, el uso del dinero le permite embarcarse en todas las actividades que tienen que ver con la producción, desde la administración, la ejecución, la planeación, la dirección, el control, etc., y aumentar así la cantidad de mercancías y servicios que finalmente constituyen el ingreso real de la sociedad, de esta forma se ocupa de dar salida a su producción conjunta, pagando a cada obrero un salario en dinero, permitiendo a dicho obrero diversificar su poder adquisitivo como lo mencionamos en el párrafo anterior. Actualmente sería inoperante que como productor, el hombre, almacenara las cosas que pudieran necesitar sus obreros y realizar el pago en especie, como en antaño sucedió (tienda de raya), y es que la división del trabajo, le especialización, la diferenciación de las diversas ocupaciones, están íntimamente ligadas al cambio de pagos en especie por pagos en dinero.

De la utilidad que el dinero representa tanto para el consumidor como para el productor se infiere, que el dinero facilita toda clase de préstamos y pagos por adelantado, al fin y al cabo el pago del salario en dinero representa un pago por adelantado, así mismo, la forma como actualmente opera la gran

industria, se basa en anticipos, préstamos, inversiones, etc., las cuales son facilitados por el uso del dinero.

Los comentarios anteriores nos permiten ratificar que la existencia del dinero parece esencial a nuestro sistema de producción, representando uno de los pilares sobre los que se erige la civilización, sin embargo, podríamos asignarle un papel puramente pasivo, de auxiliar en los cambios, sin la capacidad de añadir influencia propia, es mas, los economistas conocidos como clásicos, aun cuando reconocieron su utilidad, soslayaron su influencia sobre el funcionamiento de la economía, para ellos, algunas variables tales como la producción, el empleo, el consumo, etc., serían los mismos de existir una economía de trueque perfeccionada, y aun cuando estaban tratando de explicar el funcionamiento de una economía monetaria, su análisis se basaba en términos de trueque. Su apreciación sobre el dinero queda plasmada en el siguiente comentario de John Stuart Mill<sup>1</sup> :

“ Tiene que ser evidente, sin embargo, que la simple introducción de un método determinado de cambios unas cosas por otras trocando primero una cosa por dinero, y cambiando después este dinero por alguna otra cosa, no introduce ninguna diferencia en el carácter general de las transacciones. En resumen, no puede haber nada mas intrínsecamente insignificante, en la economía social, que el dinero, excepto en su carácter de un artificio para ahorrar tiempo y trabajo.

No es mas que una máquina para hacer con rapidez y comodidad lo que a falta de ella se haría con mayor lentitud e incomodidad: y como muchas otras clases de maquinaria, su influencia solo es perceptible cuando se descompone.

La introducción del dinero no afecta a la actuación de ninguna de las leyes del valor asentadas en los capítulos precedentes. Las razones que hacen que el valor temporal o de mercado de las cosas dependa de la demanda y la oferta, y su valor medio o permante del costo de producción, son tan aplicados a un sistema monetario como a un sistema de trueque. Las cosas que por el trueque se cambiarían la una por la otra, si se venden por dinero será por una misma cantidad de este, y, por consiguiente, se cambiara todavía una por otra, si bien el procedimiento de cambiarlas ha consistido en dos operaciones en lugar de una sola. El dinero no altera las relaciones recíprocas entre las diferentes mercancías: la única nueva relación que se introduce es la que aquellas guardan con el dinero mismo; la cantidad mayor o menor de dinero por la que aquellas se cambiarían; en otros términos, como se fija el valor de cambio del dinero mismo”.

---

<sup>1</sup> John Stuart Mill, “ Principios de Economía Política “, Editorial Fondo de Cultura Económica, México. 1943. pp.493-494.

Es muy posible que los economistas clásicos tuvieran razón si las funciones asignadas al dinero hubieran sido desarrolladas correctamente, sin embargo los sistemas monetarios que han existido, han dejado mucho que desear, ejerciendo su influencia propia. En contraposición con la opinión de los economistas clásicos, quienes si bien reconocieron la existencia de alteraciones monetarias, las consideraron poco frecuentes y sus disturbios insignificantes dentro de su enfoque de largo plazo, los teóricos monetarios modernos reconocen que el mal funcionamiento del dinero si afecta variables económicas tales como la producción, el empleo, el consumo, etc., afectando el largo plazo por su influencia en el corto plazo, haciéndose, por lo tanto, indispensable el estudio del dinero.

Es importante reconocer que el mal funcionamiento del dinero obedece a las fluctuaciones de su valor. Como veremos mas adelante, una de las funciones del dinero es que mide el valor de los bienes y sirve como unidad de pagos diferidos, por lo tanto debería tener un valor constante o casi constante, lo cual no ha sucedido, imaginemos, los estragos que otras unidades de medida tales como el kilo, el litro, el metro, etc., provocarían si se vieran alteradas. Los grandes procesos inflacionarios que han aquejado a la economía mundial, nos permiten identificar a las fluctuaciones del valor del dinero como una de las causas, si no es que la mas importante, que han obstaculizado el óptimo funcionamiento del dinero.

### I.1.2. GENESIS.

**El trueque.** La especialización en los diferentes oficios, la división del trabajo, trajo consigo la aparición de primitivos sistemas de cambio basado en el trueque, producto por producto, producto por servicio, servicio por servicio. En tales condiciones el productor de lana acudía al mercado con sus excedentes, a fin de cambiarlos por otros productos que le eran necesarios, por ejemplo granos o aves, en las mismas condiciones, concurrían quienes teniendo granos o aves necesitaban lana. Como vemos, el trueque implica la existencia de necesidades recíprocas e inversas, en una sociedad primitiva tal forma de cambio es muy probable que subsista, es mas, en nuestros días en algunas poblaciones rurales el cambio a través del trueque existe, sin embargo las necesidades, los gustos y preferencias crecientes de una sociedad moderna exigen un número considerable de mercancías lo que dificulta esta forma de cambio. La coincidencia de necesidades recíprocas e inversas implica que quien teniendo lana para intercambiar buscara a quien tuviera granos o aves y estuviera dispuesto a cambiarlos por su lana, como vemos no es difícil imaginar que aun en las sociedades primitivas en las que se utilizó el trueque, éste implicó ciertas dificultades, a las que podemos aunar la exacta relación entre los valores a intercambiarse, es decir las

proporciones que de cada mercancía deberían cambiarse, obviamente existían tantas escalas de valores según tantas mercancías se intercambiaran y sus condiciones.

Estas dificultades, implícitas en el trueque como forma de cambio, obligaron la búsqueda de otras formas que lo facilitaran a medida que las sociedades se organizaban mejor, surgiendo así la utilización de la moneda. Esto permitió eliminar, tanto la coincidencia de necesidades antes mencionada, dividiendo el cambio en dos o mas operaciones lo que lo facilitó y agilizó, así como la diversidad de relaciones de cambio. Resultan claras las ventajas de una economía monetaria, tal como la definimos en líneas anteriores, es decir, aquella en que un bien particular, el dinero, puede cambiarse por cualquier bien y cualquier bien puede cambiarse por dinero, sobre una economía de trueque, a saber, aquella donde cualquier bien puede intercambiarse directamente por cualquier otro.

Si bien el uso de la moneda efficientó las actividades productivas de la sociedad, favoreciendo la división del trabajo y la especialización, su evolución fue paulatina, en su inicio se utilizaron mercancías mas bien como signos monetarios que como la moneda tal como la definimos o conocemos actualmente.

**Mercancía - Moneda.** El uso de las mercancías - moneda como instrumentos o signos monetarios, difirió considerablemente de región en región y de época en época, sin embargo, siempre tuvieron dos rasgos distintivos que les permitieron erigirse sobre las demás e imponerse como equivalente general de todas las demás mercancías, es decir, la mercancía en la que todas expresan su valor, estos rasgos son: que fueran escasas, para que tuvieran valor, y que fueran de mucha utilidad por satisfacer necesidades importantes, y por lo tanto ser de aceptación general, como vemos tenían valor de uso y valor de cambio. De acuerdo con los comentarios anteriores, nos resulta claro porque entre los pueblos cazadores se utilizaron las pieles como mercancía - moneda, ya que con ellas se podían resguardar del frío, protegerse de los animales, además de que eran durables. De la misma forma entre los pueblos pastores se utilizó el ganado o rebaños ( del latín pecus de donde proviene el término pecuniario); entre los agricultores, el trigo, la cebada, la avena, etc.; dientes de pescado y colmillos por los esquimales; en Guinea, los esclavos, el algodón y el lino; en el norte de Europa, los peces secos; en el Canadá y en Virginia, el tabaco; en la India, la lana, la seda, el azúcar y el té; las barras de sal, conchas y hachas de cobre en la Galia; anzuelos estilizados en Ceilán; dientes de perro en las Islas Salomón; como vemos el uso de determinadas mercancías como moneda esta asociado a la actividad económica predominante.

En cuanto a nuestro país, recordemos que en el México Prehispánico convivían una diversidad de razas y tribus con sus diferencias que incluso los llevaban a guerrear entre si, sin embargo comerciaban ¿como?, gracias a la existencia de signos de cambio, que como dijimos, hacían las veces de moneda y fue general en todas las tribus primitivas del mundo, nuestros ancestros utilizaron el cacao, canutillos de pluma de ave rellenos de polvo de oro, mantas y posiblemente objetos de jade y tajaderas de bronce. Se sabe que cuatro vainas con sus cacaos valían ocho zapotes; ocho vainas se canjeaban por un conejo y un esclavo era canjeado por cien vainas de cacao<sup>2</sup>.

A pesar de todas las ventajas que representaba para la sociedad el uso de las mercancía - moneda sobre el trueque, el sistema no era perfecto, pues las dificultades que presentaron se derivaban de las características propias de las mercancías utilizadas, así por ejemplo, para el caso del ganado, su valor se ve afectado por la raza y la edad, el del té y azúcar por la procedencia y calidad, es decir, su valor no era homogéneo, otras eran perecederas impidiendo su uso ulterior, además muchas de ellas se presentaban bajo la forma de unidades individuales (por ejemplo una vaca) dificultando la divisibilidad (y algunas el transporte) y los pagos exactos del intercambio efectuado.

**Moneda metálica.** A medida que las sociedades fueron evolucionando y ante las deficiencias de las mercancías - moneda antes señaladas, se buscó el perfeccionamiento de los sistemas monetarios mediante el uso de los metales, su aceptación y difusión se ubica aproximadamente ocho siglos a.C., Herodoto señala a los lidios como los primeros en producir monedas metálicas. Por su utilidad, escasez, durabilidad, homogeneidad y divisibilidad, los metales reportaron grandes beneficios a los pueblos antiguos en su uso como monedas, Esparta utilizó el hierro, Egipto, Roma, varias comunidades nacionales de Europa central y China el cobre, y el bronce. Pero particularmente, por su gran valor, el oro y la plata, se impusieron sobre los demás metales, la variedad de formas bajo las que se presentaron inicialmente, pepitas, hilos, granos, lingotes, polvo, objetos de adorno, etc., obligó a pesarlos y evaluarlos por peritos, como vemos, en un principio fue un dinero pesado e incluso relacionado con mercancías que funcionaron como moneda, así por ejemplo en la Inglaterra del siglo XIII el penique se definió como el peso de 32 granos de trigo, “redondos y secos, tomados del centro de la espiga”<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> “ Monedas Prehispánicas ”, Revista Artes de México Nº 103, Año XV, 1968.

<sup>3</sup> Raymond Barre, “ Economía Política “, Tomo II, Editorial Ariel, Barcelona-Caracas-México. 1977, pp.272.

La acuñación introdujo cambios importantes. Primero, se pasó de la moneda pesada a la contada, estableciéndose pureza, peso y valor, además el estampado de la esfinge de soberanos o jefes de estado, difundido en la Edad Media, permitió depositar la confianza en las monedas, factor muy importante como veremos mas adelante. Segundo, derivado de lo anterior, se da un cambio no solo de forma sino también de esencia, ya que al encargarse la autoridad pública de la amonedación, se obliga al público a aceptarla, es decir, pasa a tener curso legal y poder liberatorio.

Desde luego el oro y la plata se acuñaron, dando paso a lo que se conoce como patrón paralelo y patrón duplo o bimetalismo. En el primero no se establece una relación fija de valor entre los dos metales, existiendo por lo tanto escalas de valores diferentes, es decir, el precio de una misma mercancía variará, según el valor del metal a usarse, no obstante, dadas las grandes variaciones de valor entre los dos metales se hizo necesaria la fijación de una relación de valor estableciéndose el llamado patrón duplo. Este último se caracteriza por la libre acuñación tanto del oro como de la plata, la fijación de una relación legal entre los valores de ellos ( paridad bimetálica ) y la existencia de poder liberatorio de ambos.

El bimetalismo se practicó desde finales del siglo XVIII, estableciéndose una relación de 15/1, plata/oro, poco a poco y a pesar de las variaciones abruptas, unas a favor de la plata, otras a favor del oro, los países fueron adoptando el monometalismo oro.

En nuestro país, al llegar el Virrey Antonio de Mendoza a la Ciudad de México en noviembre de 1535, trajo consigo la autorización de los monarcas españoles, Juan y Carlos para establecer una Casa de Moneda, que sería la primera en el Nuevo Mundo. Las operaciones de ésta empezaron en abril de 1536 y han continuado sin interrupción hasta la fecha. Las primeras monedas hechas en la Nueva España, eran distintas a las propiamente españolas. Las primeras series acuñadas quizá entre 1536 y 1542 comprendían las denominaciones de un cuarto, medio, uno, dos, tres y cuatro reales en plata, y de dos y cuatro maravedíes en cobre, éstas últimas menospreciadas por los indígenas, quienes las llamaban tlacos o pilones, por lo que su uso como objeto de intercambio fue suspendido y no se volvieron a acuñar en México hasta 1814. Esta suspensión provocó que nuevamente se utilizara el cacao como moneda, aproximadamente durante 250 años el comercio pequeño o " pulperías " careció de moneda oficial de cobre para sus diarias operaciones, la falta de moneda fraccionaria fue tan grande que origino la fabricación particular de fichas o guitones, así mismo bautizados por tlacos o pilones según su tamaño.

A las piezas llamadas tlacos también se les llamo clacos por degeneración de la voz Náhuatl, “ tlahco “, que significa mitad. Estas monedas nunca tuvieron respaldo oficial, pero se aceptaban al margen de la ley, su uso fue aumentando hasta convertirse en una costumbre perniciosa que cundió de las ciudades a los pueblos, centros mineros, haciendas ganaderas o de labor. Durante el virreinato y buena parte del siglo pasado, la mayoría de las transacciones eran realizadas, pues, mediante tlacos y pilones de formas y materiales diversos que tenían valores siempre inferiores a cuarto de real, el tlaco o claco valía teóricamente un octavo de real y el pilón un dieciseisavo, aunque como hemos dicho la voz tlaco significa literalmente mitad o medio, pronto sirvió para designar cualquier moneda de cobre de baja denominación, la palabra tlaco en México llego a ser sinónimo de dinero, los materiales utilizados para su fabricación eran el bronce, hierro, plomo, en el siglo pasado de latón, cuproniquel, aluminio, etc., pero también los hubo de hueso, madera, vidrio, barro y hasta de sebo y jabón<sup>4</sup>.

**Moneda papel.** El incremento y la diversidad de bienes y servicios trajo aparejado el uso mayúsculo de moneda metálica, las dificultades que representó el manejo de volúmenes cada vez mayores de dichas monedas, obligó a utilizar como instrumento monetario los certificados de depósito expedidos por las casas de custodia de valores o por las casas de cuño tradicionales, recordemos que estas tuvieron su origen en los establecimientos que a manera de los actuales almacenes generales de depósito, fueron utilizados para depositar en ellos oro, a cambio de lo cual el depositante recibía un certificado de depósito, cuando necesitaba su oro se presentaba con el certificado y lo retiraba, pagando una cuota por el servicio.

En un principio, se devolvían las mismas piezas que se depositaban, es decir, se identificaban, de esto se infiere que los certificados de depósito estaban perfecta y totalmente respaldados por metal, contaban con una cobertura del 100%, pero la ulterior supresión de la identificación aludida introdujo modalidades significativas ya que los certificados de depósito dejaron de ser nominativos, y dada la confianza por la cobertura que ofrecían, pasaron a circular y a ser aceptados, la moneda metálica fue sustituida por la moneda-papel en su función de servir como medio de pago, aun cuando esta última no tuviera curso legal, su valor no derivaba de reglamentación oficial alguna sino de la confianza en su convertibilidad.

---

<sup>4</sup> “ Monedas Prehispánicas “, op. cit.

**Moneda fiduciaria.** Las casas de custodia antes referidas, pronto se dieron cuenta de que mientras unos hacían efectivos sus certificados de depósito mediante el retiro correspondiente de metal, otros depositaban, es decir, que en términos generales mantenían un stock de metal, lo que les permitía “emitir” certificados ya no contra la recepción de metal, sino contra la concesión de crédito o el descuento de títulos representativos de operaciones comerciales, al fin y al cabo la experiencia demostraba que no todos se presentarían a retirar el metal depositado, de este modo empezaron a circular formas puramente fiduciarias de moneda. Para las casas de custodia, ahora convertidas en casas bancarias, esta actividad de intermediación les reportaba una ganancia extra derivada de los intereses que cobraban a quienes les solicitaban crédito bajo la forma descrita, pero para los productores y comerciantes también representó ventajas, ya que tuvieron forma de financiar la expansión de sus negocios.

Como dijimos, bajo la moneda-papel los certificados estaban totalmente respaldados con metal, bajo el papel-moneda o moneda fiduciaria ya no lo estaban en su totalidad lo cual implicaba mayores riesgos derivados de la posible exigencia de conversión de las notas o certificados en metal, la historia de la banca en el siglo XIX y comienzos del XX, constituye un ejemplo de la realidad de este riesgo, al ver la quiebra de muchos bancos por la exigencia de dicha convertibilidad. Estas experiencias llevaron a los poderes públicos a la organización de bancos centrales que se encargaran, en su carácter de única institución oficial, de la emisión de dicha moneda fiduciaria, el Estado garantizaría ahora la conversión. En un principio la garantía estaba representada por el tesoro nacional, sin embargo, al hacerse su circulación obligatoria y garantizarse por ley su valor y poder liberatorio el respaldo en metálico dejó de ser relevante.

Para el caso de México, durante el imperio de Agustín de Iturbide se realiza la primera emisión oficial de papel moneda en forma de pagarés con valor de cuatro millones de pesos en billetes de uno, dos y diez pesos, con duración según decreto del 20 de diciembre de 1822 de un año y que para imponer su uso ordenaba que en todos los pagos por concepto de impuestos el 33% fuera cubierto con tales billetes, los sueldos de empleados públicos y soldados eran pagados en la misma proporción, cobrándose un fuerte porcentaje por cambiar dichos billetes por “moneda dura”. Posteriormente, el 11 de abril de 1823, el triunvirato formado por Nicolás Bravo, Guadalupe Victoria y Pedro Celestino Negrete decretó la fabricación de nuevos billetes, impresos en el anverso de bulas papales, este detalle, aunado a la leyenda: “Las Tesorerías de la Nación *pagaran*” provocó que tuvieran buena aceptación.

En 1864 la primera institución bancaria establecida en el país, Banco de Londres, México y Sudamérica, realiza una emisión de billetes, años después empezaron a surgir por toda la república bancos que emitían su propio papel moneda, finalmente en 1917 la convención de Querétaro aprobó la creación de un Banco único de emisión, los primeros billetes del Banco de México fueron emitidos el primero de septiembre de 1925. La diversidad ha sido tanta como tantos los nombres con que el ingenio de nuestro pueblo los ha identificado: iturbides, bulas, sabanas, calzones, infalsificables, dos caritas, revalidados, bilimbiques, pancholares, etc.

**Moneda escritural.** Las nuevas funciones asignadas a la banca central no soslayaron la participación de las instituciones bancarias, ya que éstas siguieron funcionando como intermediarios entre depositantes de papel moneda y solicitantes de crédito, al principio, y dadas las experiencias pasadas, el público utilizó poco el servicio de los bancos, de modo que éstos poseían una parte mínima de la moneda que circulaba, sin embargo, a medida que la confianza se restituyó y el volumen de negocios y necesidades se acrecentaron, recurrieron cada vez más a los servicios que prestaban dichos bancos. Así las cosas, el sistema de movimiento de los depósitos paso a representar una nueva forma de instrumento monetario, la moneda escritural o moneda bancaria.

Los servicios prestados por la banca permitían a los usuarios saldar sus deudas con simples movimientos de cargo y abono, es decir, si A le debía a B y ambos tenían depósitos en un mismo banco, bastaba con que A girara instrucción al banco para que cargara a su cuenta y abonara a la de B, incluso si utilizaban diferentes instituciones, giraba un cheque a favor de B quién lo depositaba en el propio y éste a través de la cámara de compensación lo cobraba y lo acreditaba a su cuenta. Por su seguridad y facilidad, la moneda escritural, es decir, los depósitos a la vista en el sistema bancario, entraron a formar parte de los medios de pago del sistema, al fin y al cabo representaban poder adquisitivo igual que la moneda metálica o el papel moneda.

### 1.1.3. EL DINERO EN LA ACTUALIDAD.

Son precisamente, tres de los que hemos mencionado con anterioridad, los que en la actualidad consideramos como dinero, es decir:

- a) moneda metálica o dinero fraccionario en circulación
- b) billetes en circulación ( papel moneda o moneda fiduciaria )

c) depósitos a la vista en los bancos o cuentas de cheques

A estos los podemos identificar como disponibilidades monetarias, y conforman lo que conocemos como base monetaria.

Pero también consideramos como dinero a las disponibilidades cuasi - monetarias, a saber:

d) instrumentos bancarios a corto plazo

e) instrumentos no bancarios a corto plazo

f) instrumentos bancarios a largo plazo

g) instrumentos no bancarios a largo plazo

A todos ellos los podemos identificar como M1, M2, M3 y M4, según la forma como se vayan agrupando. A continuación damos una breve descripción de cada uno de ellos.

**Moneda metálica.** Como dijimos anteriormente, la moneda metálica es acuñada exclusivamente por el Estado, prácticamente en todos los países, si no es que en todos, por la casa de moneda, que en nuestro país es de una gran tradición y reconocimiento mundial. En nuestra sociedad actualmente circulan monedas de 5 y 10 centavos que están hechas de acero inoxidable que es una aleación de acero con cromo; las de 20 y 50 centavos de cuni, que es una aleación de bronce y aluminio; las de 1,2 y 5 pesos de acero inoxidable (el arillo) y cuni (el centro); las de 10 y 20 pesos de una aleación de cobre, aluminio y níquel (el arillo) y plata sterling (el centro) sustituida por alpaca posteriormente. Obviamente se trata de dinero simbólico, ya que la garantía deriva del estado emisor, en virtud de que su valor intrínseco dista mucho de su valor de circulación, es por esta discrepancia que lo importante en las monedas metálicas es que sean difícilmente falsificables. Lo anterior no obsta para que esporádicamente se acuñen monedas conmemorativas con un alto valor intrínseco, pero destinadas a la conservación y no a la circulación.

**Billetes.** Al igual que la moneda metálica, los billetes son emitidos por el banco central, numerados en serie y también nadie pretende que su valor intrínseco sea sustancial, aún cuando están hechos de papel de gran calidad y con marcas de agua, tomándose mucho cuidado en la impresión, que constituye un trabajo muy especializado. En su elaboración es importante considerar su resistencia por el gran uso de que son objeto y las posibilidades de falsificación.

Como vemos hay una gran similitud entre las monedas simbólicas hechas de metal y billetes simbólicos hechos de papel, ambos sirven a los mismos fines y deben su valor monetario a la garantía del Estado, los conocemos como dinero en efectivo y con él cubrimos nuestros gastos diarios y todavía se utiliza para pagar algunos salarios ( pero, generalmente, no los ingresos mas elevados ), es el dinero que la gente común recibe en salarios y utiliza en sus pequeños pagos cotidianos.

**Depósitos a la vista o cuenta de cheques.** Por sus actividades o ingresos hay otras personas que no utilizan dinero en efectivo sino cheques, éstos, a diferencia de las monedas metálicas y los billetes no son dinero por las siguientes razones. Una característica fundamental del dinero es la difusión de su circulación, con esto nos referimos a que la gente transmite su posesión, de mano en mano, pero un cheque circula generalmente por una sola vez, no obstante que puede ser sujeto de endoso. La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito señala<sup>5</sup>, entre otras cosas y para los fines particulares que nos competen, que el cheque solo puede ser expedido por quien teniendo fondos disponibles en un institución de crédito, sea autorizado por ésta para librar cheques a su cargo, contener la orden incondicional de pagar una suma determinada de dinero, esto nos permite señalar que el uso del cheque esta sujeto a la tenencia de fondos por parte del librador y que es simplemente una orden dada a un banco para que transfiera dinero, o dominio sobre dinero, de una persona a otra. Además, no son generalmente aceptados, ya que incluso hay locales comerciales con letreros visibles con la leyenda “ no se aceptan cheques “ .

En la actualidad, y con el desarrollo de la tecnología, las grandes corporaciones realizan movimientos de dinero ( incluso a nivel internacional ) a través de computadoras que instalan en sus oficinas los bancos que les manejan sus recursos, es decir no utilizan cheques, con esto entramos a un nuevo medio de pago, el **dinero electrónico** o dinero cibernético<sup>6</sup> que el BIP define como la forma de pago a través de Internet y de otras redes similares, Internet abrió su propio banco a fines de 1994, denominado Netbank, y a partir de marzo de 1995 fue posible empezar a pagar los bienes que se adquieren a través de Internet con dinero electrónico. A mediados de 1995 había 400 filiales de bancos comerciales que funcionaban dentro del Netbank y 3,000 empresas registraron pagos a través de ese sistema, estimaciones de diversas fuentes señalaban que el volumen de negocios en las redes internacionales ascenderá a 600,000 millones de dólares para el año 2,000.

---

<sup>5</sup> “ Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito “, Artículo 175.

<sup>6</sup> “ Periódico El Economista “, 21 de noviembre de 1996.

En contraposición a los cheques, los depósitos a la vista, cuyos dominios son transferidos precisamente por medio de cheques o medios electrónicos, si son dinero, puesto que derivan de los depósitos que en dinero en efectivo realizan a sus cuentas de cheques o de cheques depositados ya hechos efectivos, y luego disponen de ellos librando cheques; depósitos a la vista o en cuentas de cheques son sinónimos de dinero y como tal su posesión puede transmitirse de mano en mano. Un billete es una promesa de pago del banco central insertada en un pedazo de papel sujeto a transferirse; un depósito es una promesa de pago similar registrada en la contabilidad de los bancos, y sobre los cuales se dispone por medio de cheques.

Ahora bien, en cuanto a los depósitos, están formados por los depósitos propiamente dichos, pero también por todas aquellas formas de crédito que los bancos conceden a sus clientes, a los primeros ya hemos hecho alusión con antelación, en cuanto a los segundos, se originan del ejercicio de una de las funciones asignadas a la banca y de mucha trascendencia para la economía, previo estudio de crédito se determina si el cliente es sujeto de el, si es así se deposita directamente en la cuenta de cheques del cliente el monto prestado, y éste dispone de el girando mediante cheques, tal como lo hace con el dinero que ya tenía en su cuenta, al fin y al cabo forman un solo total, esto imposibilita a nivel macro su diferenciación, de estos cheques una parte se pagaran en efectivo pero la mayoría se compensaran al interior del mismo banco y con otros bancos a través de la cámara de compensación liquidando solo pequeños saldos.

De esto se infiere que un banco tomará sus precauciones en la concesión de crédito, de lo contrario se encontrará que no cuenta con dinero suficiente para liquidar los saldos mencionados, lo mismo le sucede a la banca central si los bancos comerciales otorgan crédito en forma indiscriminada, por ello deberá regular y controlar el volumen de depósitos bancarios y créditos ya que constituyen la parte medular de la oferta monetaria total. En tales condiciones podemos definir el crédito como la forma predominante de dinero, su regulación es mas importante que regular la cantidad de dinero emitida, ya que del volumen de crédito dependerá la cantidad de dinero que necesita una economía.

**Instrumentos bancarios a corto y largo plazo.** Como su nombre lo indica son instrumentos que los bancos comerciales ofrecen al público con el propósito de captar recursos, pagando por ello una tasa de rendimiento, entre ellos encontramos las cuentas de ahorro, depósitos retirables en días preestablecidos,

depósitos a plazo fijo, bonos bancarios, pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, obligaciones y aceptaciones bancarias.

**Instrumentos no bancarios a corto y a largo plazo.** Básicamente son ofrecidos por el Gobierno Federal con el propósito de financiarse y regular la oferta monetaria, entre ellos encontramos los cetes, bondes, ajustabonos. También tenemos instrumentos que emiten las empresas del sector privado tales como el papel comercial, que operan a tasa de descuento, y que tienen como propósito financiar necesidades de capital de trabajo, así como obligaciones quirografarias, hipotecarias y pagarés de mediano plazo, destinados a financiar proyectos de inversión de mediano y largo plazo. Finalmente mencionaremos los Fondos del Sistema de Ahorro para el Retiro que a partir de febrero de 1997 cedieron su lugar a las Afores, quienes administraran los fondos a través de las Sifores que son las sociedades de inversión de las administradoras.

Mención especial merecen las sociedades de inversión en general, al respecto es importante mencionar que los activos financieros de deuda que forman parte de sus respectivas canastas de inversión ya se encuentran considerados en los agregados monetarios que hemos identificado como dinero es decir, M1, M2, M3 y M4, bajo los rubros instrumentos bancarios y no bancarios anteriormente citados.

Para finalizar diremos que en la actualidad prolifera el uso de las tarjetas de crédito para comprar bienes y servicios, tanto así que se le conoce como “dinero de plástico”. A pesar de esto, las tarjetas de crédito no constituyen una forma de dinero, porque no son del todo aceptadas, como los billetes y las monedas y en buena medida los cheques, incluso al igual que estos, algunos locales comerciales tienen la leyenda “no se aceptan tarjetas de crédito”, dichas tarjetas requieren la celebración de convenios entre quienes las expiden y los que venden bienes o servicios, además, el objeto de las tarjetas de crédito es establecer obligaciones (del comprador con el vendedor) y no de saldarlas, puesto que en última instancia, al vendedor se le paga con dinero constante y sonante.

#### 1.1.4. DEFINICION.

Con todo lo que hemos mencionado hasta el momento, podemos definir lo que es el dinero, veamos lo que algunos autores opinan<sup>7</sup>:

---

<sup>7</sup> Ramón Ramírez Gómez. “La Moneda El Crédito y La Banca”. Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM. 1988. pp. 113.

W. Heller: dinero, se llama así todo lo que, siendo susceptible de ser expresado en unidades homogéneas se acepta de modo general, en razón de determinadas cualidades intrínsecas, a cambio de bienes y servicios.

D.H. Robertson: dinero es toda cosa que sea ampliamente aceptada en pago de mercancías o en la cancelación de otra clase de obligaciones comerciales.

G.D.H. Cole: dinero es cualquier cosa que se utilice habitual y ampliamente como medio de pago y sea generalmente aceptada en la liquidación de deudas. Puede ser moneda metálica, que en nuestros días se emplea principalmente en las operaciones del comercio al menudeo y en el pago de salarios; billetes de banco, utilizados fundamentalmente para los mismos fines, y también, en pequeña medida, para liquidar deudas de mas cuantía; o depósitos bancarios, transferibles por medio de cheques.

Lester V. Chandler: el dinero sigue siendo uno de los instrumentos económicos de uso común menos comprendido por la mayoría.

L. Von Mises: el dinero es un bien cuya función económica es facilitar el intercambio de mercancías y servicios.

Raymond P. Kent: dinero es cualquier cosa comúnmente usada y generalmente aceptada como medio de cambio o como unidad de valor.

K. Wicksell: cualquier bien podía tener el papel de moneda.

C. Menger: la moneda tiene una utilidad propia: facilitar los cambios.

Von Wiesser: la moneda no tiene utilidad directa, valor de uso, éste es reflejo de su valor de cambio.

J. Shumpeter: moneda es todo bien aceptado como instrumento liberatorio por acreedores o vendedores.

Alfred Marshall: la moneda no es deseada por si misma, sino porque, en una forma cómoda, hace a su poseedor dueño de un poder de compra inmediatamente disponible.

Adam Smith: el trabajo fue el precio primitivo, la moneda original adquirente que se pagó en el mundo por todas las cosas permutables.

David Ricardo: se recordará que el trabajo es, en definitiva, el precio que se paga por todas las mercancías.

J. Stuart Mill: el dinero no es otra cosa que una maquina para hacer con rapidez y comodidad lo que a falta de ella se haría con mayor lentitud e incomodidad.

Carlos Marx: la mercancía que funciona como medida de valor y por tanto, sea en persona o a través de un representante, como medio de circulación, es el dinero. En general para los objetivistas el dinero no

es otra cosa que una mercancía reconocida como equivalente general, capaz de medir el valor de las restantes, y que al mismo tiempo es utilizada como intermediaria en los cambios.

Raymond Barre: el dinero puede definirse como un bien de cambio generalmente aceptado en el seno de una comunidad de pagos.

Laurence Harris: se define el dinero como cualquier bien que actúe como medio de cambio, unidad de cuenta y almacén de valor.

Como podemos observar, el dinero no se define por sus caracteres físicos, sino por algunas o las más importantes de sus funciones, el valor del dinero deriva de su valor de cambio ya que no sirve para la satisfacción real sino a la circulatoria, de modo que, como dijimos al inicio del capítulo, el dinero existe solo en las sociedades donde ocurre el intercambio, donde la forma de producción se basa en la división del trabajo y esto es solo porque la estructura social y económica lo permite, hay leyes, instituciones y actitudes que permiten y alientan dicho intercambio; aun cuando ya sabemos que no existe necesariamente en todas las sociedades donde ocurre el intercambio, porque en las sociedades sencillas puede realizarse en principio el intercambio mediante el trueque.

#### I.1.5. FUNCIONES.

A continuación describiremos las funciones que realiza el dinero, a saber, medio de cambio, unidad de cuenta, almacén de valor.

**Medio de cambio.** El hecho de que el dinero medie los cambios, desde luego en una sociedad caracterizada por el intercambio, implica su aceptación general para la realización de las diversas transacciones y pago de deudas; esto representa la esencia del dinero, ya sea que este influenciada por los sacerdotes, que tenga respaldo oficial o no lo tenga (los tlacos en el caso de nuestro país). Sin embargo esta “aceptación general” se circunscribe a una comunidad determinada, así por ejemplo, el lev es dinero en Bulgaria pero no en Ghana donde lo es el cedi. Efectivamente, el dinero tiene aceptación general pero dentro de una comunidad de pagos determinada, esto es la sociedad que utiliza tal o cual moneda.

De acuerdo a lo anterior, la moneda tiene su comunidad de pagos nacional, por ejemplo, el birr en Etiopía, el gourde en Haití, etc., y otras, las llamadas “monedas duras”, también la tienen internacional,

y esto es así por la confianza que inspiran, vemos así la configuración mundial de diferentes “zonas”, como la del dólar, la libra, el marco, el yen. La falta de confianza dentro de la comunidad de pagos nacional implica que la moneda legal sea desplazada por las divisas extranjeras, lo que denota la ineptitud de ésta para cumplir las funciones que de ella se esperan, un vivo ejemplo de esto lo constituye la dolarización sufrida por nuestro país en épocas de crisis, dentro de la internacional se refleja en la reducción de su espacio de influencia.

Recordaremos que en el pasado el ganado, la sal, el cacao, el tabaco, etc., fungieron como dinero, hoy nadie los aceptaría como tal, actualmente los depósitos a la vista se consideran dinero, pero no lo eran en el siglo XVII. Como vemos lo que ayer fue dinero hoy no lo es y viceversa, cuando algunas “cosas” (sea ganado, sal, billetes, etc.) pierden aceptación general para saldar obligaciones dejan de funcionar como dinero, por contra, otras que antes no se consideraban dinero y se empiezan a utilizar para saldar obligaciones, se convierten en dinero. Diversas cosas hacen de dinero en diversas circunstancias ( los cigarrillos en los campos de concentración en la Segunda Guerra Mundial ), en otras palabras, el dinero es un fenómeno social, su existencia y la forma que asume reflejan la estructura social y económica dentro de la que se usa.

**Unidad de cuenta.** Gracias a esta función, el dinero facilita el intercambio ya que constituye el punto de referencia, el equivalente general, la medida de valores de las demás mercancías, en él todas ellas reflejan su valor, de modo que permite determinar fácilmente los valores relativos en cambio de las mercancías al comparar sus valores monetarios o precios expresados en unidades de cuenta. Sus bondades resultan evidentes si recordamos aquella limitación del trueque mencionada en páginas anteriores, consistente en la incomodidad para determinar la escala de valores entre cada uno de los productos y los demás, es decir, las proporciones o relaciones de intercambio, esta función del dinero permite expresar en términos suyos el valor de las mercancías, así como el metro, centímetro y el milímetro como unidades de longitud nos permiten medir distancias o los gramos, el kilo y las toneladas el peso. Esta función está íntimamente relacionada con la de medio de cambio ya que si el dinero ha de ser aceptado en la liquidación de obligaciones debe expresarse como múltiplo de una unidad considerada como medida o patrón del valor de las cosas en general.

Para finalizar brevemente reseñaremos algo sobre nuestra unidad monetaria, el peso. A la llegada de Maximiliano, la unidad monetaria era el real de a 8, al que el pueblo llamaba “peso” y fue Maximiliano el que primero denominó oficialmente “peso” a sus monedas.

**Almacén de valor.** Cuando hablamos del trueque como forma primitiva de cambio dijimos que implicaba la existencia de necesidades recíprocas e inversas, y que la aparición de la moneda permitió eliminar, la coincidencia de dichas necesidades, dividiendo el cambio en dos o mas operaciones lo que lo facilitó y agilizó, este desdoblamiento del cambio significa la retención del dinero entre una transacción y otra, recordemos que esta retención impidió a algunas mercancías-moneda realizar óptimamente su función como moneda debido a su carácter perecedero. En virtud de esta función el dinero permite a quién lo posee, postergar sus transacciones, sea que lo gaste o que lo invierta en otras formas de riqueza, aun cuando la tenencia de dinero, es decir la liquidez, representa algunas ventajas sobre otras formas de inversión (acciones, joyas, inmuebles obras de arte, etc.), no quiere decir que no se deprecie, esto es que pierda o disminuya su poder adquisitivo. Por los comentarios anteriores podemos inferir que el dinero o bien lo utilizamos como medio de cambio o bien como almacén o portador de valor, el ejercitar una función a diferencia de la otra tendrá efectos muy importantes para la determinación del valor del dinero.

El cuestionamiento del dinero como categoría económica, deriva precisamente de su mal funcionamiento como almacén de valor, provocando con ello graves alteraciones en la economía en general por eso quizás sea mas conveniente decir que el dinero funciona como un albergue temporal del poder de compra ¿ en que grado ? no lo sabemos exactamente. Esta función del dinero se describe con mas claridad en la siguiente aseveración: puede ser guardado, adquirido y convertido, sin costos excesivos, con miras a comprar en el futuro.

## I.2. EL VALOR DEL DINERO.

### I.2.1. INTRODUCCION

La reforma constitucional que concedió autonomía al Banco de México<sup>8</sup>, asignó a este, entre otras funciones, procurar el valor constante de la moneda, dicha medida es una respuesta a los estragos que las crisis experimentadas por nuestro país han provocado en el valor de nuestra moneda, así vemos que

---

<sup>8</sup> “ Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos “, Artículo 28.

de 1971 a 1994 la inflación promedio anual fue del 38%, habiéndose registrado inflaciones hasta de 180%, lo anterior contrasta notablemente con el promedio del Desarrollo Estabilizador que fue de 2.6%. En general, la gran mayoría de los bancos centrales han adoptado como objetivo prioritario la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda ya sea por mandato constitucional (México, Alemania), reglas estrictas (Nueva Zelanda, Argentina) o estrategias específicas, y es que, si hay un cáncer en la economía, ese es la inflación. Veamos un ejemplo sencillo, el INPC al mes de abril de 1995 fue de 127.69, el de diciembre de 1996 de 200.39, lo anterior significa que 1 peso de abril de 1995 equivale a 0.6372 de diciembre de 1996; por otro lado, si consideramos los Salarios Mínimos Mensuales vigentes en esos meses de \$18.30 y \$26.45 respectivamente, y sus correspondientes índices inflacionarios antes mencionados, veremos que el SMM de diciembre de 1996, en términos de abril de 1995, es de \$16.85, como vemos hay una pérdida real en el poder adquisitivo del salario, los pesos de diciembre de 1996 son menores a los de abril de 1995.

Podríamos imaginarnos el problema que causaría el hecho de que las medidas de peso cambiaran, sin embargo, como hemos visto en el ejemplo anterior, el dinero, que es quizá la unidad más importante de la medida de todo el sistema económico, no ha sido nunca una unidad constante, ni siquiera casi constante, y esa ha sido su característica durante muchos años. Lo anterior nos permite confirmar que el dinero no ha desempeñado sus funciones a la perfección afectando por lo tanto a la economía en general. Este nada satisfactorio funcionamiento del dinero está estrechamente relacionado con las fluctuaciones de su valor.

Es por esto que hablar del valor del dinero se convierte en algo vital para su entendimiento. El valor del dinero se deriva de su valor de cambio, es decir de la capacidad que tenemos de adquirir bienes o servicios con él, ya que al fin de cuentas para eso se ha instrumentado.

## I.2.2. EL VALOR INTERNO DEL DINERO

Sin pretender exponer con amplitud el tema del valor del dinero, ya que no es el propósito del presente trabajo, si queremos asentar los aspectos teóricos que a nuestro juicio consideramos importante tener como referencia a fin de lograr un entendimiento más completo de los factores que determinan el comportamiento del tipo de cambio.

**La teoría cuantitativa.** Se ha dicho mucho sobre la validez o invalidez de los postulados de esta teoría, sin embargo es importante reconocer las aportaciones que ha hecho a ese intento por explicar la determinación del valor del dinero y sus fluctuaciones. A sufrido tantas variaciones que en la actualidad hay poca similitud en el contenido con que originalmente se presentó, su base se encuentra en la concepción del dinero, tal como lo hemos mencionado en líneas anteriores, es decir, que el valor del dinero deriva de su utilidad para intermediar los cambios, como ya vimos, nadie espera que un billete de \$200.00 valga como tal, sino por la capacidad que tiene de adquirir bienes y servicios por dicho monto, de modo que si la cantidad de dinero que existe es grande en relación a los bienes y servicios que con el pueden comprarse, los precios serán altos es decir el poder adquisitivo de cada unidad monetaria será pequeño, y viceversa. El poder adquisitivo del dinero depende de las cantidades relativas que de el existan y de las cosas que con el puedan comprarse. La teoría cuantitativa asigna a la cantidad de dinero el papel determinante del valor del dinero o su poder adquisitivo y la relación entre las variables antes mencionadas se establece de la siguiente manera:  $M = k P$  o  $P = 1 / k M$ , donde M representa la cantidad de dinero, P el nivel general de precios, k la proporción existente entre M y P, si por ejemplo k es igual a 3, M es 3 veces el nivel de precios, para utilizar una similitud burda imaginemos que para el otorgamiento de un crédito se exige una garantía o un aforo en proporción de 2 a 1, de modo que si k es constante, M y P serán proporcionales.

La presentación anterior implica que tanto la velocidad de circulación del dinero como el volumen de comercio, es decir de bienes y servicios que se compran con dinero son constantes o estables. Al respecto conviene mencionar, si la gente privilegia la función de cambio del dinero, es decir que en gran medida lo utiliza para realizar transacciones, entonces la cantidad de dinero retenida para gastos totales permanece bastante estable, pero en cuanto la gente empieza a privilegiar la función de portador de valor lo mas seguro es que se den cambios en la velocidad de circulación. Efectivamente, si por alguna circunstancia deja de circular cierta cantidad de dinero, esto significa que el dinero se esta reteniendo y con ello disminuye la velocidad de circulación del dinero y la demanda de mercancías en términos de dinero y por ende los precios, es decir los efectos son similares a los que causa una disminución de la oferta de dinero y viceversa, por eso es tan importante considerar la velocidad de circulación del dinero. Asimismo, y en cuanto a la estabilidad del volumen de comercio, esto significa el pleno empleo de los factores productivos, pero de existir desempleo en los mismos, un aumento en la cantidad de dinero puede incrementar la oferta de bienes y servicios y por ende los precios no subirían.

Hasta aquí las cosas, la estabilidad de los precios no presenta mayor problema, es suficiente actuar sobre la cantidad de dinero, incrementándola si los precios son bajos o disminuyéndola si son altos, sin embargo en la actualidad es difícil que alguien acepte una relación exacta y proporcional entre cantidad de dinero y los precios, ya que la primera tiene efectos sobre los segundos pero solo a través de la cantidad de dinero que realmente se gasta, y tampoco es necesario que exista una relación entre la cantidad de dinero y la que realmente se gasta. Por eso establecer un nivel adecuado de precios, significa tomar en cuenta la velocidad de circulación del dinero y el estado que guarda la ocupación de los factores productivos.

Por esto, de utilizar la teoría cuantitativa del dinero, será necesario considerar la cantidad de dinero, su velocidad de circulación y el volumen de comercio como factores inmediatos que determinan el nivel general de precios y junto con ello el valor del dinero. Podemos decir que el nivel general de precios está en función directa de la cantidad de dinero y su circulación e inversa al volumen de mercancías y servicios que con dinero pueden comprarse, para encontrar el origen de los virulentos procesos inflacionarios que han aquejado no solo a nuestro país sino a otros, será necesario remitirse a estos tres factores. De hecho, en México, para combatir el incremento del nivel general de precios, se ha recurrido al manejo de las variables monetarias, es decir la demanda, tales como la restricción monetaria y el incremento a las tasas de interés con su efecto depresivo sobre la actividad económica, por esto tantas voces reclaman el incremento a la eficiencia y la productividad de los factores como elemento alternativo, es decir por el lado de la oferta.

A continuación nos permitimos describir las versiones más importantes de la teoría cuantitativa.

### **Método de transacciones<sup>9</sup>.**

**La ecuación de cambio.** Para facilitar su exposición se utiliza la siguiente ecuación:  $MV = PT$  o  $P = MV / T$ , que es conocida como la ecuación de Fisher, donde **M** representa la cantidad media de dinero de todas clases que existe en circulación en un cierto lugar y durante un periodo determinado. **V** la velocidad de circulación, representa el número medio de veces que se gasta cada unidad de **M**, en mercancías, servicios y valores a lo largo de un periodo determinado de tiempo. **MV** representa el gasto o la demanda en términos de dinero, y dadas las compensaciones entre ambos solo nos interesa su efecto

---

<sup>9</sup> Lester V. Chandler. "Introducción a la Teoría Monetaria", Editorial Fondo de Cultura Económica, México. 1947.

neto.  $T$  representa el volumen físico de cosas en que se gasta el dinero durante ese mismo periodo, es decir, el volumen real de comercio que se efectúa con dinero, tanto en mercancías, servicios o valores.  $P$  representa el precio medio por unidad de  $T$ . Con todo y su sencillez la ecuación contiene los 3 determinantes directos e inmediatos del nivel de precios ya aludidos,  $M$ ,  $V$  y  $T$ , lo que no soslaya la importancia de los diversos factores que están detrás de cada uno de ellos.

**La cantidad de dinero (  $M$  ).** La definimos como la cantidad de dinero de todas clases que hay en circulación en un cierto lugar, y como estamos considerando cierto periodo de tiempo, nos referimos a una media, aquí nos interesa el dinero que se utiliza como medio de cambio por lo que queda excluido el que por diversas circunstancias queda fuera de la circulación esto es, que funge como almacén o portador de valor, quedan incluidos los billetes y monedas en poder del público y los depósitos en los bancos retirados mediante cheques en los términos establecidos con anterioridad. Damos por descontado que debido a la compensación, un aumento de los depósitos a la vista que se derive de un depósito en efectivo, no tiene influencia directa sobre el volumen de la oferta de dinero, pero si indirecta al posibilitar a los bancos aumentar el volumen total de dinero via el crédito; en el pasado la única limitación que tenían los bancos mexicanos en su capacidad de crear dinero era el encaje legal, que fue sustituido en 1989 por el coeficiente de liquidez el cual también desapareció en 1991.

Podemos identificar como **determinantes de la oferta de dinero:** **I** El tamaño de la base monetaria y junto con ella, el volumen de la reserva, la cantidad de dinero emitido por el Gobierno, esto es monedas y billetes y el volumen de créditos otorgados por el banco central. **II** La proporción efectivo vs. depósitos que la comunidad elija.

Por base monetaria entendemos los fondos sujetos a utilizarse como efectivo o como reservas bancarias y varia de acuerdo con los 3 elementos de que esta compuesta, elementos cuya importancia relativa difiere según los sistemas monetarios de que se trate, obviamente en un sistema de papel moneda inconvertible como el que se practica en todos los países, al menos así parece ser, la base monetaria dependerá básicamente del dinero que emite el gobierno y del crédito del banco central, este último de gran importancia por su impacto sobre el volumen de efectivo y de reservas bancarias existentes, al aumentar o disminuir el volumen del crédito que conceden, según el estado que guarde la política crediticia practicada por el banco central, la liquidez de los bancos comerciales, las necesidades financieras del Gobierno y de las empresas, y de la perspectiva general de los negocios.

Pero la oferta de dinero no siempre guarda una relación constante con el volumen de la base monetaria, la estructura monetaria que se erige sobre cada peso de esa base, difiere mucho en su tamaño según las proporciones con que participen el efectivo y los depósitos en cuentas de cheques, así a mayores pagos mediante depósitos en cuentas de cheques en comparación con los pagos en efectivo, mayor será el volumen total de dinero que pueda ser sostenido con una cierta base monetaria, la razón es muy sencilla, un peso utilizado en efectivo no puede sostener mas que a si mismo, en cambio recordemos el efecto expansivo que provoca el sistema bancario, de modo que los cambios en las proporciones efectivo vs. depósitos en cuentas de cheques pueden provocar cambios en la cantidad total de dinero, sin necesidad de que se altere el tamaño de la base monetaria.

Al respecto consideramos conveniente hacer el siguiente comentario. Durante muchos años México recurrió al encaje legal como instrumento de control de la oferta monetaria, incluso en el Desarrollo Estabilizador, jugó un papel de primerísima importancia como lo veremos mas adelante, como dijimos en líneas anteriores en 1989 fue sustituido por el coeficiente de liquidez mismo que fue suprimido en 1991. La adopción de un sistema de cambios libremente fluctuante en diciembre de 1994, representó la sustitución del tipo de cambio como ancla nominal para reducir la inflación, por el manejo del crédito interno del Banco de México y por ende de la base monetaria, ya que como sabemos ésta se modifica fundamentalmente por aquel, en estas condiciones el banco central influye sobre la tasa de interés, el tipo de cambio, la demanda agregada y por lo tanto en el comportamiento del nivel general de precios, es decir, el valor de la moneda, aun cuando ciertamente dicho nivel no solo es competencia del banco central, sino de otros múltiples factores.

De acuerdo a lo anterior, el establecimiento de un límite al crecimiento del crédito interno se ha convertido en parte medular del programa monetario adoptado en nuestro país, que dicho sea de paso, no necesariamente es la política indicada en otras circunstancias o en otros países, pero si la mas idónea dadas las condiciones por las que atraviesa la economía nacional. El establecimiento del límite antes referido ofrece la seguridad de que el instituto emisor no expandirá la liquidez por montos incongruentes con el objetivo de inflación. Con estos lineamientos, los programas monetarios recientes se han diseñado conforme a lo siguiente:

-) Como ya lo mencionamos, el establecimiento del límite al crecimiento del crédito interno neto del Banco de México, definido este como el diferencial entre la base monetaria y las reservas

internacionales, siendo la base monetaria igual a la suma de los billetes y monedas más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito.

-) El crédito del banco central, se maneja cotidianamente de manera que la oferta de dinero primario atienda la demanda de base monetaria esperada cada día, este comportamiento es modificado de acuerdo a la evolución de los siguientes indicadores: a) evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria pronosticada; b) evolución del tipo de cambio; c) comportamiento de la inflación, es decir, diferencia entre la observada y la pronosticada, expectativas, etc.

Pero el multicitado límite no es una meta, más bien es flexible, de ahí que la autoridad monetaria haya adoptado algunas medidas para manejarlo mejor, como por ejemplo, la adopción del llamado encaje promedio cero, por medio del cual, los intermediarios quedan obligados a mantener en la cuenta con el Banco de México un saldo promedio mensual no inferior a cero, los sobregiros deberán ser compensados con un depósito de igual monto. Y otras tendencias a asegurar un mejor control monetario tales como: modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez, así las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre; limitación al acceso de los bancos comerciales al crédito del Banco de México en el transcurso de una misma jornada; impulso a los mercados de futuros y opciones; información detallada del Banco de México con el propósito de que los agentes económicos puedan dar mejor seguimiento a las acciones del instituto central; liquidación anticipada de reportos sobre valores gubernamentales.

**La velocidad de circulación ( V ).** Anteriormente dijimos que en la actualidad es difícil que alguien acepte una relación exacta y proporcional entre cantidad de dinero y precios ya que la primera tiene efectos sobre los segundos solo a través de la cantidad de dinero que realmente se gasta, y que tampoco es necesario que exista una relación entre la cantidad de dinero y la que realmente se gasta. Esto último es así porque la velocidad de circulación del dinero representa un factor determinante directo del volumen de gastos y por ende del valor del dinero. Sabemos que dos de las funciones del dinero son: la de medio de cambio y la de portador de valor, el ejercitar más la primera sobre la segunda implica que la velocidad de circulación sería más grande y viceversa, por lo tanto, cualquier cosa que afecte las decisiones de la gente respecto al tiempo que va a conservar el dinero antes de pasarlo a otra persona, tiene influencia sobre la velocidad de circulación.

Podemos identificar como **determinantes de la velocidad de circulación** del dinero: **I** El sistema financiero y de crédito, y el grado en que se utiliza. **II** El ahorro y el consumo. **III** Los sistemas de pago. **IV** La rapidez de transportación del dinero. **V** El estado de previsión de la comunidad.

En cuanto al punto **I**, hemos venido insistiendo en el efecto expansivo, vía concesión de créditos, que provoca el sistema financiero, y en cuanto a la velocidad, no es la excepción, es claro que en una sociedad en la que el sistema financiero esta bien desarrollado e inspira confianza, la gente lo utilizara mas incrementando asi la velocidad de circulación del dinero de modo que **V** esta determinada comúnmente por un cambio en el volumen de los débitos bancarios que representan el valor en términos de dinero de los cheques girados por particulares y por negocios contra sus depósitos. Por el contrario, en una sociedad en la que dicho sistema no esta del todo desarrollado o la gente no lo utiliza, el dinero se atesorara en mayor proporción, se dificulta el otorgamiento de créditos y la velocidad de circulación tiende a ser menor.

En relación al punto **II**, es claro que si la gente ahorra, privilegia la función de portador o almacén de valor disminuyendo asi la velocidad de circulación, el efecto contrario produce el utilizar mas el dinero como medio de cambio ya que implica un consumo mayor.

Por lo que hace al punto **III**, por sistema de pagos entendemos la frecuencia, regularidad y la relación entre el tiempo y las cantidades de dinero que se reciben y que se pagan. Si los cobros y pagos se realizan con frecuencia el dinero se utilizará menos como almacén de valor y la velocidad de circulación será mayor, el mismo efecto produce el que la gente reciba cantidades mas o menos fijas, y con cierta regularidad de no ser así, la gente tomará sus precauciones y atesorará dinero disminuyendo la velocidad de éste. Finalmente diremos que si la gente acostumbra comprar a crédito, como sucede en una sociedad moderna mediante el uso de tarjetas de crédito y pagar sus deudas el día de cobro, la velocidad de circulación será mayor que si la gente paga de contado.

En cuanto al punto **IV**, diremos que entre menor sea el intervalo entre el momento en que el dinero sale de manos del que paga y llega a las manos del que cobra, mayor será la velocidad de circulación, porque mas rápidamente el dinero podrá ser gastado.

A pesar de que creemos que con lo comentado hasta aquí hemos agotado los factores principales que afectan la velocidad de circulación del dinero, es importante considerar otros, tales como la inflación o deflación, expectativas de la comunidad, la confianza o la llamada psicología de los negocios. Así vemos que si la gente espera un aumento de la oferta monetaria, una mejora en la actividad empresarial, elecciones a puestos públicos o simplemente un renacimiento del optimismo, tenderán a gastar más dada la creencia que tanto sus ingresos como los precios aumentarán, el resultado de esto será un probable aumento de la velocidad de circulación del dinero y viceversa. Otros factores que ejercen influencia sobre la velocidad del dinero vía el consumo, ahorro e inversión son: los cambios tecnológicos, el crecimiento y la composición de la población, las políticas fiscal del Gobierno y monetaria del Banco Central, la política de distribución de dividendos de las empresas, el mercado de valores, algunos de estos los abordaremos más adelante.

**El volumen físico de comercio ( T ).** Lo definimos como el volumen físico de comercio que se puede hacer mediante dinero, mientras más cosas podamos comprar con cierta cantidad de dinero, menores serán los precios en general y viceversa, representa el volumen físico total de mercancías, servicios y valores que se venden por dinero en una cierta región durante cierto periodo de tiempo e incluye todo artículo que se venda por dinero y cada artículo se cuenta cada vez que se vende.

Podemos identificar como **determinantes del volumen físico de comercio:** **I** Población, territorio y recursos. **II** Grado de empleo de los factores productivos. **III** Número de veces que las mercancías y servicios son cambiados por dinero y junto con ello, a) grado de especialización y b) estructura de los negocios. **IV** Volumen de nuevas emisiones de valores y número de veces que estos son vendidos por dinero. **V** El volumen de mercancías y valores que provienen de periodos anteriores. **VI** Grado en que se utiliza el trueque.

El comercio implica la producción, transporte, compra y venta de productos, servicios y valores, por lo tanto depende en gran medida de la capacidad productiva, de la cantidad, calidad y proporciones de sus factores de producción, es decir, mano de obra, recursos naturales, capital y capacidad técnica y directiva. Mayor será la capacidad productiva de una comunidad mientras mayor y más saludable sea la población, mayores sean los recursos naturales, técnicos y los conocimientos. Son las variaciones en el empleo de estos factores productivos los que generan las variaciones cíclicas de T, variaciones que van asociadas a los periodos de prosperidad y depresión característicos de la economía. Pero el volumen de

comercio también depende del número de veces que cada mercancía o servicio se venda por dinero antes de ser consumida, en esto influye la especialización y la estructura de los negocios. Si bien la especialización aumenta el volumen de la producción, es cierto que introduce riesgo e incertidumbre que puede provocar efectos contrarios, asimismo la integración vertical de las empresas representa una disminución del volumen de comercio aun cuando no el de la producción.

Puede resultar difícil de aceptar que en pleno siglo XX el trueque aun se practique, sin embargo en comunidades rurales es una realidad, obviamente esto está ligado al grado de desarrollo económico de la comunidad, pero también se da en los casos de uniones o fusiones de empresas en las que solamente se intercambian las acciones representativas del capital o en las cámaras de compensación ligadas a bolsas organizadas de productos y valores.

**El nivel general de precios ( P ).** Es la media aritmética ponderada de los precios individuales de todas las mercancías, servicios y valores.

**Aplicaciones del Método de Transacciones.** Como su nombre lo indica en este apartado trataremos de definir el comportamiento de M, V, T y P bajo diversas circunstancias. Los partidarios de la teoría cuantitativa sostienen que en el largo plazo un aumento en M provoca aumentos en P, que no necesariamente deben ser proporcionales debido al comportamiento que tengan V y T en virtud de su relativa independencia de M. En cuanto al corto plazo, o efectos transitorios, cambios en M ejercen su influencia sobre V y T de modo que las alteraciones que sufre P a veces exceden y a veces no llegan a ser proporcionales. Así vemos que un aumento en la oferta de dinero, la cual se puede derivar de una política monetaria relajada provoca aumentos en V, T y en términos generales en P; en V porque el incremento de los saldos monetarios induce a gastar más y con eso se expande T, el efecto sobre P es incierto ya que si existe capacidad productiva ociosa el nivel de precios no se incrementará, pero si se está operando con pleno empleo o se tienen "cuellos de botella" que provoquen inelasticidad en el aparato productivo, los precios si aumentarán. Una disminución en la oferta de dinero provocará efectos contrarios, del comportamiento relativo que experimente V y T depende que P baje proporcionalmente o más o menos acentuadamente.

Como vemos, en cuanto al comportamiento en los precios nada está dicho ya que pueden reaccionar de diferente manera, con rapidez o con lentitud, algunos están fijos, y los que fluctúan libremente siguen

diferente comportamiento por la influencia de la demanda o de la oferta, en cuanto a la primera, porque el dinero nuevo entra en circulación en determinados puntos del sistema económico además de que muy probablemente redistribuya la riqueza y el ingreso e incremente el gasto en artículos suntuarios, por el lado de la oferta, si se demandan artículos cuya oferta no puede aumentar los precios se incrementarán, si los artículos son reproducibles lo mas probable es una expansión en precio y cantidad, aun cuando tenemos que considerar los efectos que produce en este tipo de bienes la competencia, las políticas de precio y producción, rapidez en el aumento de costos, grado y condiciones de la capacidad productiva.

Consideramos importante ahondar, aunque brevemente, en el comportamiento que tienen los precios en los periodos de contracción y expansión. En la contracción observamos disminuciones en utilidades, empleo, producción, ingresos reales y precios, los que inciden disminuyendo M, V, T y P. En M debido básicamente a la multicitada influencia del sector financiero vía depósitos a la vista y crédito, y aun cuando el Banco Central podría atenuarla relajando la política monetaria, el pesimismo no garantiza que se obtengan los resultados deseados, asimismo, para el caso de nuestro país se ha observado lo contrario debido a las perniciosas fugas de capitales, por lo que el Banco de México tratando de frenar dichas fugas ha optado, por un lado, incrementar las tasas de interés, y por otro, practicar una política monetaria restrictiva a fin de contener la inflación que trae aparejada la crisis. Resulta claro que la disminución de los saldos monetarios que en el lenguaje común se traduce en el habitual “no hay dinero”incide en menores gastos, y por lo tanto en disminuciones en V, T y teóricamente también en P, aun cuando no debemos olvidar el comportamiento difuso de éstos. Durante la expansión suele suceder lo contrario de lo que acabamos de describir, aumentos de M, V y T y según las proporciones de estos cambios P cambiara también.

**Crítica.** Esta deriva de la tremenda amplitud de bienes y servicios que incluye P por lo que pierde significación, para rescatar la teoría cuantitativa de esta crítica se recurre a la descomposición de P, entre las distintas partes que lo forman, o solamente considerar los artículos terminados de producción actual, lo cual da origen a otra modalidad de la teoría cuantitativa esto es, la del Método de la Corriente de Ingreso.

### **Método de la corriente de ingresos<sup>10</sup>.**

La ecuación se expresa de la siguiente forma:  $MV_y = P_y T_y$  o  $P_y = MV_y / T_y$ , en la que M sigue representando la cantidad de dinero,  $V_y$  la velocidad de ingreso o circuito del dinero,  $T_y$  los bienes y servicios finales, y  $P_y$  indica el precio promedio de todo lo que entra en  $T_y$ . Esta ecuación establece que el ingreso nacional es igual al gasto total en productos terminados o finales. Por lo antes expuesto, las diferencias con la ecuación de transacción son que  $V_y$  es mas pequeña,  $T_y$  viene a representar el ingreso nacional real, es decir, la corriente de bienes y servicios terminados durante cierto tiempo, quedando excluidos, por lo tanto, los bienes intermedios,  $P_y$  es el precio promedio de los bienes y servicios que entran en el consumo final. Esta ecuación nos permite medir el "valor de ingreso" del dinero, en comparación con la de transacción que nos da el valor de transacción del mismo, y nos permite comprender que el nivel general de precios esta mas influido por la corriente de ingreso que por la cantidad de dinero. Con todo, también adolece de la distinción entre gastos de los individuos y de los negocios, entre bienes de consumo y de capital.

Un estudio mas detallado de la igualdad entre ingreso nacional y gasto total en productos terminados, nos lleva a la consideración del Método conocido como Ingresos y Gastos.

### **Método de Ingresos y Gastos<sup>11</sup>.**

Este método parte de las diferentes definiciones del ingreso monetario, entendiéndolo por el, el valor en dinero de la producción tanto de bienes de consumo como de inversión, pero también como las remuneraciones que reciben aquellos que participan en el ingreso, esto es costos y beneficios, asimismo, como el valor aumentado por la producción, a saber consumo e inversión, por el primero entendemos los bienes terminados y vendidos en cierto periodo de tiempo, por los segundos los nuevos bienes de inversión vendidos mas los aumentos netos en el valor de los inventarios. De mantenerse fijos estos últimos, el ingreso monetario será igual a los gastos monetarios en bienes de consumo e inversión vendidos en la etapa final, los movimientos dados en estos gastos definirán a su vez el comportamiento de los ingresos monetarios. Dada esta igualdad entre ingresos y gastos monetarios, es precisamente el análisis de esos movimientos lo que nos permite comprender las fluctuaciones del ingreso monetario. Para mantener la igualdad antes mencionada, será necesario que lo que no se consume y por lo tanto se

<sup>10</sup> Kenneth K. Kurihara. " Teoría Monetaria y Política Pública ", Editorial Fondo de Cultura Económica, México. 1982.

<sup>11</sup> Lester V. Chandler. op. cit.

ahorra sea invertido, de lo contrario la igualdad se romperá, se entiende también que se opera en pleno empleo o muy cerca de el y que el precio al que se vende la producción es lo suficientemente atractivo para mantener el negocio.

Así las cosas, es obvio entender que para que los ingresos monetarios permanezcan estables, será necesaria la estabilidad de las demás variables de la igualdad, veamos, si la producción aumentara, el precio disminuiría y esto sería sostenible gracias a un incremento en la productividad de los factores y si se debe a un incremento en la oferta de los mismos entonces a una disminución en sus remuneraciones o un incremento en los gastos monetarios, el equilibrio económico se da con gastos monetarios en la producción fijos, es decir, será necesario que no haya cambios en la oferta de dinero, ni atesoramiento o desatesoramiento netos.

La contracción de los ingresos monetarios se da cuando los ahorros no se invierten al 100% debido al atesoramiento, el cual se manifiesta en las diversas formas que conducen a reducciones de la oferta de dinero por ejemplo cancelando préstamos, reducciones de créditos bancarios, préstamos de los ahorros de los particulares a los empresarios y gobierno, préstamos utilizados para comprar valores, ahorros enviados al extranjero, o también a que la eficiencia marginal del capital es bajo y no compensada con reducciones en la tasa de interés. Como vemos si el ahorro no se invierte puede repercutir en la producción y el empleo, por contradictorio que parezca la mejor forma de empobrecerse es que la gente no gaste, para que el ahorro se traduzca en un bien para la comunidad deberá ir acompañado de inversión. En cuanto a la expansión monetaria se da por condiciones inversas a las aquí expresadas.

La operación de los gastos monetarios con el propósito de aumentar la producción resulta tentador, sin embargo hay que tener presente el grado de utilidad de los factores productivos ya que si se está operando en pleno empleo o se tienen "cuellos de botella" que provoquen inelasticidad en el aparato productivo lo mas seguro es que se incrementen los precios, en México un vivo ejemplo de esto lo constituye el sexenio 1970-1976 que marca el inicio de una serie de crisis que hasta la fecha venimos padeciendo y sobre el cual nos referiremos mas adelante, en cambio si hay desempleo de dichos factores es muy probable que se obtengan los resultados deseados. De lo anterior podemos concluir que la riqueza nacional consiste en el volumen y calidad de los bienes y servicios que se producen y no de la magnitud de las corrientes de dinero, de ahí los fracasos de los programas de fomento monetario que

acarrear inflación. Estos comentarios nos llevan a la consideración de un elemento de mucha importancia en la economía, el multiplicador.

Sabemos que una discrepancia entre ahorro e inversión tiene efectos sobre el ingreso monetario, por Efecto Multiplicador entendemos esa discrepancia y su magnitud en relación a la discrepancia original se llama Multiplicador. Como dijimos anteriormente, esto nos ayuda a entender lo que motiva la implantación de políticas gubernamentales de fomento monetario artificial mediante el aumento de los ingresos monetarios. Para que produzca los efectos deseados, los gastos del gobierno deben representar dinero que hubiera estado fuera de la circulación, ya sea porque estuvieran atesorados o porque de plano no hubieran existido, si desplazan ahorros privados ningún efecto producen y pueden provenir de impuestos, préstamos o emisión de dinero y pueden incorporarse a los ingresos monetarios mediante subsidios al desempleo o gastos en obras públicas, esto nos recuerda las medidas de política económica puestas en práctica a raíz de la Gran Depresión. Si el Ingreso Monetario se atesora o se utiliza para reducir la cantidad de dinero, el efecto multiplicador será menor de lo que se espera, de lo contrario tendrá los efectos deseados.

### **Método de saldo monetarios<sup>12</sup>**

Este constituye una versión del Método de Transacciones y se le conoce también como de las Disponibilidades, basa su análisis en la demanda y oferta de dinero y relaciona el valor del mismo con las valuaciones subjetivas de los individuos. La demanda de dinero viene a ser su variable estratégica y por lo tanto se da a la tarea de explicar su funcionamiento; según esta teoría la gente demanda exactamente la cantidad de dinero que mayor ventaja le ofrece, entendiendo por cantidad de dinero la capacidad de poder adquisitivo, de modo que si este es bajo, es decir que los precios son altos, demandara mas unidades que si dicha capacidad fuera alta, de modo que por demanda de dinero se entiende el volumen de bienes y servicios que se compran con dinero durante cierto periodo de tiempo y por lo tanto varia con el volumen de comercio y con la extensión del periodo de tiempo para el que la gente decide mantener poder adquisitivo en forma de dinero.

---

<sup>12</sup> Lester V. Chandler, op. cit.

La ecuación que utiliza este método es la siguiente:  $M = K T P$ , conocida como la ecuación de Cambridge, y salvo la inclusión de  $K$ , es idéntica a la ecuación de la corriente de ingreso que ya vimos en páginas anteriores, si la demanda de dinero, esto es los saldos que en efectivo decide mantener la comunidad, viene a ser el volumen de bienes y servicios que se compran con dinero, entonces se establece una igualdad con el ingreso nacional.

$M$ ,  $T$  y  $P$  son ya de nuestro conocimiento, en cuanto a  $K$  diremos lo siguiente. La extensión del periodo de tiempo para la que se decide mantener poder adquisitivo en forma de dinero se puede expresar en fracciones de año y como dijimos se denota con  $K$ , que es el recíproco de la  $V$  del Método de Transacciones, así las cosas,  $K = 1/V$  y  $V = 1/k$ , si por ejemplo la gente demanda dinero para realizar transacciones para tres meses,  $K$  sería igual a  $3/12$  y  $V$  a  $4$ , esto es, la demanda de dinero o los gastos totales equivalen a cuatro veces la oferta monetaria anual, otro ejemplo, si la demanda de dinero fuera para cuatro meses,  $K$  sería igual a  $4/12$  y  $V$  a  $3$ , esto es, la demanda de dinero o los gastos totales equivalen a tres veces la oferta monetaria anual. El que la gente alargue el periodo de tiempo para el que decide mantener poder adquisitivo en forma de dinero y realizar sus transacciones o gastos, implica mayor atesoramiento y por lo tanto  $V$  será menor.  $K$  está definido por los mismos factores que  $V$ , ya descritos con antelación.

De acuerdo a lo anterior, cuando determinamos la cantidad de poder adquisitivo en forma de dinero que deseamos mantener, estamos determinando a la vez el poder adquisitivo de la oferta de dinero, por lo que si consideramos como dada la demanda de dinero, el valor del dinero estará determinado por la cantidad del mismo; obviamente es muy difícil que alguien espere que la demanda de dinero sea constante.

### 1.2.3. EL VALOR EXTERNO DEL DINERO.

Para empezar mencionaremos la definición difundida entre muchos autores, por valor externo del dinero entendemos el precio que en moneda nacional tienen las monedas extranjeras; existe una relación estrecha entre el sistema monetario en funciones y la determinación de dicho valor, como veremos en el capítulo siguiente, esto será de vital importancia por el diferente efecto que produce en la economía. Los sistemas o patrones monetarios característicos son: a) el patrón oro; b) el patrón papel moneda y c) el

patrón mixto. A continuación nos abocaremos al estudio de los factores que determinan el nivel del tipo de cambio y sus fluctuaciones bajo el patrón papel moneda o libre (por estar desligado de cualquier mercancía o metal), ya que éste es el que se encuentra actualmente funcionando en prácticamente todos los países, si no es que todos, por lo que necesariamente tendremos que remitirnos a La teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo y la Teoría de la Balanza de Pagos.

**Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo.** Si bien los orígenes los encontramos en Ricardo, J. Wheatley ( 1802 ) y W. Blake ( 1810 ) también se refirieron a ella, no obstante el economista sueco Gustavo Cassel la rescató y la popularizó al tratar de explicar la inflación y las tremendas fluctuaciones de los tipos de cambio de las diversas monedas europeas que siguieron a la conclusión de la Primera Guerra Mundial. Para esta teoría el poder adquisitivo de la moneda es el factor principal que determina la relación en que se intercambian dos monedas, esto se infiere de la siguiente afirmación “ los cambios profundos en el poder adquisitivo interno de la moneda, tienen, empero, una influencia mucho mas considerable sobre el cambio que cualquier otra clase de variaciones en las condiciones reales del comercio internacional “<sup>13</sup>; de modo que el tipo de cambio se determina por la relación existente entre los poderes adquisitivos, esta relación, dice Cassel “ es la paridad del poder adquisitivo de ambas monedas “<sup>14</sup>, o lo que es lo mismo, la relación que guardan los precios internos y externos. Si hacemos referencia a los precios relativos de los productos de intercambio internacional, hablamos de la teoría en su forma estricta o absoluta, si lo hacemos a los niveles de precios relativos de toda clase de bienes y servicios, hablamos de la teoría en su forma amplia, relativa o comparativa.

En cuanto a la primera podemos decir que al pagar determinado tipo de cambio lo hacemos considerando la cantidad de bienes y servicios extranjeros (poder adquisitivo) que podemos comprar, viceversa, al pagar determinado precio por nuestra moneda los extranjeros están considerando la cantidad de bienes y servicios nacionales que pueden comprar.

Así las cosas, el tipo de cambio iguala la relación de los poderes adquisitivos interiores de las monedas de ahí el nombre de Paridad. Utilicemos el siguiente ejemplo, supongamos que un bolígrafo cuesta en México \$15.00 y en EUA 2 dólares, la paridad del poder adquisitivo sería \$7.50 por 1 dólar ( tipo de cambio de equilibrio ), este representa el mismo poder adquisitivo en ambos países, si la tasa fuera por ejemplo de \$7.00, nos resultaría mas barato comprar el bolígrafo “gringo”, por contra a ellos nuestro

---

<sup>13</sup> Gustav Cassel. “ Economía Social Teórica “. Editorial Aguilar, Madrid 1960, pp.556.

<sup>14</sup> Ibidem. pp. 399.

bolígrafo les resultaría más caro, debido a esto la demanda de dólares para comprar bolígrafos “gringos” aumentaría y la oferta derivada de nuestras exportaciones de bolígrafos disminuiría por lo que la tasa de cambio subiría hacia la paridad del poder adquisitivo.

El tipo de cambio deriva de la apertura de la economía con el exterior, pero esta apertura no solo se refiere al intercambio de mercancías, sino al movimiento de capitales, y en general, a todas las partidas del debe de la balanza de pagos, por esto es que no podemos tomar como definitivo el hecho de que una paridad iguale los poderes adquisitivos, tal como lo expuesto hasta aquí, lo cual el mismo Cassel reconoce<sup>15</sup>, en otras palabras si el tipo de cambio del marco es de \$4.7593, nada nos garantiza que el poder adquisitivo de \$4.7593 en México sea igual al de 1 marco en Alemania, por eso es necesario considerar todos los factores que afectan la demanda de las monedas.

Ya hemos visto, cuando hablamos de la teoría cuantitativa del dinero, que en cuanto a precios, nada está dicho, y que están determinados por múltiples factores que obviamente son diferentes en cada país, no estableciéndose una relación definida entre los precios de los bienes que intervienen en el comercio internacional y los de los bienes internos que no intervienen en él, por eso, de aceptar como válida esta forma de la teoría de la paridad será necesario considerar solo los bienes sujetos a comercio internacional.

En virtud de estas atenuantes, los partidarios de esta teoría recurren a la comparación directa de los niveles de precios entre países, y asocian las variaciones observadas en los tipos de cambio, con los cambios que se dan en los niveles de precios, a esta versión se le denomina **comparativa**. De modo que si partimos de una posición de equilibrio, las variaciones en la relación de los poderes adquisitivos interiores de dos monedas generarán variaciones en el tipo de cambio, así las cosas, y aplicando el mecanismo de la teoría cuantitativa del dinero ya referida en páginas anteriores, el aumento de la circulación de papel moneda producirá una elevación correspondiente del nivel de precios en el interior; los precios interiores, así elevados, estimulan la importación y dificultan la exportación empeorando la balanza comercial, y con ello, también la balanza de pagos; el empeoramiento de la balanza de pagos hace crecer la demanda de divisas extranjeras y fuerza el alza de los cambios. Al respecto Cassel puntualiza “ un deslizamiento del nivel general de los precios de una país en relación con el nivel del otro tiene evidentemente que variar la paridad del poder adquisitivo, y con ello la situación normal del curso

---

<sup>15</sup> Gustav Cassel. op. cit., pp. 399 y 554.

de cambio ..... la situación normal nueva de un curso de cambio puede, por tanto, calcularse multiplicando la situación anterior por el cociente entre las dos inflaciones de uno y otro país <sup>16</sup>.

Utilizando la relación peso vs. dólar del ejemplo anterior con un tipo de \$7.50 por 1 dólar ( 0.1333 cts. de dólar por un peso ) supongamos que la inflación en México se eleva al doble, mientras que en EUA aumenta al triple de lo que era en el periodo base, es decir, el índice mexicano de precios a aumentado 200 y el de EUA 300, la nueva tasa de cambio se determinaría de la siguiente forma:

tasa exterior de cambio =  $7.50 * (200 / 300)$  = precio interno de moneda extranjera ( Índice interno de precios / Índice exterior de precios )

Con base a esto la nueva tasa de cambio sería de \$5.00 por 1 dólar ( 0.20 cts. de dólar por 1 peso ). Esta nueva tasa mas favorable para nosotros ( ahora pagamos menos pesos por 1 dólar ) es el resultado de un menor incremento de nuestros precios en comparación con el mayor de EUA, por lo que ahora ellos pagan mas dólares por un peso.

Supongamos ahora que compráramos un auto procedente de EUA en 40,000.00 dólares que al tipo de cambio de \$7.50 representarían \$300,000.00, de los incrementos en precios antes mencionados se deduce que los de EUA son realmente 50% mayores esto es el auto costaría 60,000.00 dólares que al nuevo tipo de cambio de \$5.00 nos representarían los mismos \$300,000.00. Este sencillo ejemplo nos enseña que la aplicación de una política de paridad, permite reconocer inmediatamente cualquier efecto que provoque una disparidad observada en los niveles de precios de dos países que comercian. Mas adelante veremos la aplicación práctica de este principio en nuestra economía.

Suponiendo que solo realizamos comercio con EUA, los efectos de los movimientos en niveles de precios y tipo de cambio antes descritos, los podemos reseñar, sin entrar en detalles, de la siguiente manera: el incremento del precio exterior de nuestra moneda de 0.1333 a 0.20 dólares por peso, significa que nuestras exportaciones son mas caras por lo que disminuirán, por otro lado, al abaratare el dólar de \$7.50 a \$5.00 las mercancías procedentes de EUA resultaran mas baratas, por lo que las importaciones aumentarán, debido a esto, la oferta de dólares disminuiría y la demanda aumentaría, provocando con ello una elevación del tipo de cambio y como contraparte una baja en el valor externo

---

<sup>16</sup> Ibidem, pp. 399.

de nuestra moneda, operándose así movimientos contrarios a los descritos que redundarían en un restablecimiento del equilibrio de nuestra balanza de pagos.

La teoría de la paridad, lleva implícitos conceptos tales como tipo de cambio de equilibrio, sobrevaluación y subvaluación. Por sobrevaluación entendemos cuando el valor externo de una moneda es superior a su poder adquisitivo interno y se da vía inflación combinada con relativa estabilidad en tipo de cambio o por la fijación de estos. Veamos un ejemplo:

	peso		dólar		dólar		peso
tasa de paridad	7.50	por	1		0.1333	por	1
tasa actual	6.50	por	1		0.1538	por	1

En EUA, debiendo pagar 0.1333 centavos de dólar por peso, pagan 0.1538, es decir resulta mas caro, nuestra moneda esta sobrevaluada, mas adelante nos referiremos a lo cuestionable que es hablar de una tasa de paridad o de equilibrio. La sobrevaluación anterior se traduce en un encarecimiento de nuestras mercancías en EUA, dando como resultado que nuestras exportaciones a ese país disminuyan. En México, debiendo pagar \$7.50 por 1 dólar, pagamos \$6.50, es decir las mercancías de EUA nos resultan mas baratas, dando como resultado que nuestras importaciones de ese país aumenten.

Moneda sobrevaluada = reduce exportaciones  
incrementa importaciones

Por subvaluación entendemos cuando el valor externo de una moneda es inferior a su poder adquisitivo interno.

	peso		dólar		dólar		peso
tasa de paridad	7.50	por	1		0.1333	por	1
tasa actual	8.50	por	1		0.1176	por	1

En EUA, debiendo pagar 0.1333 centavos de dólar por peso, pagan 0.1176, es decir resulta mas barato, nuestra moneda esta subvaluada. La subvaluación anterior se traduce en un abaratamiento de nuestras mercancías en EUA, dando como resultado que nuestras exportaciones a ese país aumenten. En México,

debiendo pagar \$7.50 por 1 dólar, pagamos \$8.50, es decir las mercancías de EUA nos resultan mas caras, dando como resultado que nuestras importaciones de ese país disminuyen.

Moneda subvaluada = incrementa exportaciones  
reduce importaciones

A estas alturas creemos conveniente realizar el siguiente comentario: hasta antes de la crisis asiática que inició en julio - octubre de 1997, el proceso de apreciación del yen, tanto en términos nominales como reales fue impresionante durante mas de 20 años, por contra, en ese mismo lapso, el dólar se deprecio también en términos reales y nominales. De aplicar la teoría de la paridad, el encarecimiento del yen se hubiera traducido en un déficit de su balanza de pagos puesto que el precio de sus exportaciones se incrementó, para EUA el abaratamiento del dólar se debió traducir en un superávit puesto que el precio de sus exportaciones se decrementó; sin embargo Japón registró un superávit extraordinario, mientras que EUA registró un déficit cuantioso. Algo similar se observa con Singapur, ya que de 1987 y hasta antes de la crisis asiática sus exportaciones crecieron en 5.5 veces, lo que significó una tasa anual media de 20.8 por ciento y el tipo de cambio real experimentó una revaluación de 33% .

Ya con anterioridad hablamos de lo que significa la comunidad de pagos de una moneda, dijimos que la había nacional e internacional, en materia internacional se dibujan las llamadas "zonas" de las monedas duras, en nuestro caso tanto por vecindad, como por ser nuestro principal socio comercial, pertenecemos a la zona del dólar, por eso la sobre y subvaluacion del peso esta referenciada a esa moneda, si nuestro comercio internacional estuviera mucho mas diversificado lo correcto seria referenciar a una canasta de monedas, por ese vínculo corremos la misma suerte que corre el dólar en su relación con otras monedas; la inconvertibilidad del dólar decretada en 1971 y su devaluación resultante, representó, en opinión de algunos autores, la oportunidad para realizar ajustes en el tipo de cambio, lo cual se postergó hasta 1976 con resultados traumáticos para la economía. Los conceptos de sobre y subvaluación adquieren connotación especial cuando se trata de definir los objetivos de la política comercial, así para un país que como México depende de insumos, principalmente de EUA, el mantener la moneda sobrevaluada a fin de que las importaciones resulten mas baratas, implica renunciar a las ganancias derivadas de las exportaciones, aun cuando se puede limitar la demanda de divisas, como sucede con un control de cambios, o bajo un régimen de tipos múltiples. Si el objetivo son las exportaciones la moneda se mantendrá subvaluada, aun cuando se corre el riesgo de que las ganancias

derivadas de ellas, sean absorbidas por los precios mas altos de las importaciones; estas definiciones son importantes dado el impacto que tienen en la balanza de pagos y los niveles de ocupación e ingreso.

Así expuesta la teoría acusa algunas dificultades, veamos. Es necesaria la selección de un año base, indicativo de equilibrio en la balanza de pagos, lo cual presenta algunos problemas, lo mismo que el índice de precios a utilizar dado que internamente existen varios que a su vez no son compatibles con los utilizados; en el exterior, en realidad debería utilizarse un índice de precios de artículos sujetos a comercio internacional. Por si fuera poco hay fuerzas estructurales que debemos tomar en cuenta, por ejemplo, si los recursos naturales se agotan ( o si se depende de insumos extranjeros ) será necesario importar a fin de mantener el nivel de la oferta, presionando así al tipo de cambio, aun cuando el de equilibrio permanezca estable; un cambio en las preferencias de los consumidores puede inducir mayores importaciones; los cambio tecnológicos modifican la productividad y con ello los precios, y no solo no son uniformes entre países sino incluso entre sectores en el mismo país.

Pero además Keynes señalo dos limitaciones igualmente importantes a esta teoría<sup>17</sup>: a) no tomar en consideración las elasticidades de la demanda reciproca y b) no tener en cuenta la influencia de los movimientos de capital.

En cuanto a a) podemos decir que hay elasticidad precio e ingreso, por lo que hace a la primera se da cuando por ejemplo, se diera una devaluación del peso debido a la apreciación de otras monedas, nuestra exportaciones se incrementarían, claro esta de poder hacerlo, y por consiguiente la demanda de pesos aumentaría con la consiguiente apreciación de nuestra moneda, como vemos, ha habido un cambio en el valor externo del peso sin haber cambio alguno en los precios internacionales. Por lo que hace a la segunda se da cuando por ejemplo, el nivel del ingreso de México fuera tal que la elasticidad ingreso de nuestra demanda de importaciones fuera alta, mientras que nuestras exportaciones fueran bajas, por consiguiente demandariamos mas divisas, la demanda de pesos disminuiría y nuestra moneda se devaluaría, esto sin darse cambio alguno en los precios.

En relación a los movimientos de capital, México es un trágico ejemplo de estos, en el sexenio 1988-1994 recurrimos a ellos para financiar el déficit comercial y cuando la estabilidad social se rompió debido a los asesinatos políticos salieron del país originando la peor crisis de los últimos años. Los hay

---

<sup>17</sup> Kenneth K. Kurihara, op. cit., pp. 296.

de corto y largo plazo, siendo el mecanismo y sus efectos similares, para explicarlos supongamos que originalmente el tipo de cambio peso - dólar es de \$7.50 y baja a \$6.50:

peso		dólar	dólar		peso	
7.50	por	1	0.1333	por	1	1,000 pesos a 7.50 por dólar = 133 dólares
6.50	por	1	0.1538	por	1	1,000 pesos a 6.50 por dólar = 154 dólares
						500 dólares a 0.1333 por peso = 3,751 pesos
						500 dólares a 0.1538 por peso = 3,251 pesos

Como vemos, los que tienen pesos, ahora obtienen mas dólares ( de 133 a 154 ) con sus pesos al abaratare el dólar ( de 7.50 a 6.50 ); los que tienen dólares, ahora obtienen menos pesos ( de 3,751 a 3,251 ) por sus dólares al encarecerse el peso ( de 0.1333 a 0.1538 ). Ahora supongamos que el tipo de cambio en México es de \$7.50 por 1 dólar y que en EUA la cotización es de 0.1538 dólares por un peso que equivale a \$6.50, este diferencial se puede traducir en una ganancia, si en EUA ofrezco \$3,251 y demando el equivalente a 500 dólares, mismos que ofrezco en México, demandando el equivalente a \$3,751 pesos. Estos movimientos provocarían que la cotización en México para el dólar bajara, hasta que el precio se iguale con el de EUA, estas operaciones se conocen como arbitraje y claro esta funcionan bajo un régimen de libre convertibilidad. Si México registra entrada de dólares (movimientos unilaterales), es decir, importación de capital, el tipo de cambio para el dólar baja, es decir se reduce el valor externo de la moneda del país que exporta ese capital, en este caso, EUA; por contra el valor externo del peso, es decir el país que recibe o importa, sube.

Consideramos que estas son las criticas mas sobresalientes que cuestionan la validez de la teoria de la paridad del poder adquisitivo, sin embargo aún se toma como referencia para evaluar el “ nivel ” que guarda el tipo de cambio. Es evidente que la economía mundial ha sufrido grandes transformaciones y que hoy día se demanda y ofrece divisas no solo en atención a flujos mercantiles, hay muchos mas móviles que estos, tales como la especulación, la formación de carteras de inversión, la cobertura de riesgos, etc., con esto nos referimos a aspectos puramente individuales y por lo tanto psicológicos que son difíciles de controlar.

**Teoría de la Balanza de Pagos.** Esta teoría basa su explicación en el mercado de cambios, es decir, el tipo de cambio esta determinado por la oferta y la demanda de divisas, para ser explicitos, por el punto de intersección de las curvas de oferta y demanda de divisas, para muchos autores constituye la explicación mas satisfactoria de las fluctuaciones del valor externo de los papeles moneda. Como dijimos anteriormente el tipo de cambio se deriva de las relaciones comerciales y financieras con el exterior, por eso será necesario recurrir a la balanza de pagos, y con ello a cada una de sus partidas, a fin de determinar el origen de las corrientes de divisas, que para el caso de nuestro país están representadas prácticamente por dólares.

Para facilitar la explicación y entendimiento de esta teoría recurriremos al uso de una " T " de mayor, de las utilizadas en contabilidad.

<u>BALANZA DE PAGOS</u>	
EGRESOS IMPORTACIONES DEBE O DEBITOS	INGRESOS EXPORTACIONES HABER O CREDITOS
DEMANDA DE DOLARES OFERTA DE PESOS	OFERTA DE DOLARES DEMANDA DE PESOS

Resulta claro que todos aquellos que venden sus mercancías en el exterior ( exportaciones ) necesitan acudir al mercado de cambios para cambiar las divisas, para México prácticamente dólares, obtenidas por sus ventas (ofrecerlas) por pesos ( demanda ) y viceversa, todos aquellos que compran mercancías en el exterior (importaciones) necesitan acudir al mercado de cambios para cambiar sus pesos ( ofrecerlos ) por las divisas, para México prácticamente dólares, necesarias para realizar esas compras en el exterior ( demanda ).

La "T" nos indica que todos los ingresos, que se pueden derivar de exportaciones de mercancías o de cualquier partida registrada en el Haber, originan oferta de dólares y demanda de pesos; todos los egresos, que se pueden derivar de importaciones de mercancías o de cualquier partida registrada en el Debe, originan demanda de dólares y oferta de pesos. Así mismo, si el saldo fuera deudor, es decir que hay un débito neto, significa que los egresos han superado a los ingresos y que por tanto la demanda de dólares a superado a su oferta provocando que el precio del dólar, en términos de pesos, se incremente y

recíprocamente el precio del peso, en términos de dólares se decremente; si el saldo fuera acreedor, es decir, que hay un crédito neto, significa que los ingresos han superado a los egresos y que por tanto la oferta de dólares a superado a su demanda provocando que el precio del dólar, en términos de pesos, se decremente y recíprocamente el precio del peso, en términos de dólares se incremente. Finalmente diremos que hablar de demanda de dólares es hablar de oferta de pesos y hablar de oferta de dólares es hablar de demanda de pesos; en cuanto a esto último consideramos conveniente hacer el siguiente comentario, a simple vista parecería que es mejor tener mas ingresos, pero para el caso de México cada dólar que entra equivale a \$8.50 ( abril'98 ), esto significa incrementar la oferta monetaria con el riesgo de atizar la inflación, a fin de prevenir esto la autoridad monetaria tiene que recurrir a la llamada "esterilización" de divisas.

De acuerdo a lo anterior, si conocemos cada una de las partidas que conforman el Debe y el Haber de la balanza de pagos estaremos conociendo los orígenes de la oferta y demanda de divisas, para el caso de México prácticamente dólares, por eso a continuación ampliaremos la "T" utilizada anteriormente con los conceptos de los Indicadores Económicos del Banco de México, con ligeras adecuaciones a fin de facilitar su comprensión.

<u>DEBITOS ( EGRESOS )</u>	<u>CREDITOS ( INGRESOS )</u>
a).- Importaciones de mercancías.	a).- Exportaciones de mercancías.
b).- Fletes y Seguros.	b).- Gastos de viaje hechos por extranjeros.
c).- Gastos de viaje hechos por Nacionales.	c).- Intereses y dividendos en valores extranjeros, propiedad de nacionales.
d).- Intereses y dividendos en valores nacionales, propiedad de extranjeros.	d).- Transferencias.
e).- Transferencias.	e).- Otros.
f).- Otros.	
l.- Exportaciones de capital a largo y corto plazo (es decir tenencia de valores extranjeros de mercado de dinero y capitales por parte de nacionales; inversiones nacionales directas en el ex	l.- Importaciones de capital a largo y corto plazo (es decir tenencia de valores nacionales de mercado de dinero y capitales por parte de extranjeros; inversión extranjera directa; endeudamiento; aumento de los saldos bancarios de extranje

- tranjero: créditos al exterior; aumento de los saldos bancarios de nacionales en el extranjero)
- 2.- Variación en las reservas (déficit comercial).
  - 3.- Errores y omisiones
  - 4.- Ajustes oro y plata y valoración.

ro).

- 2.- Variación en las reservas (superávit comercial).
- 3.- Ajustes oro y plata y valoración

Los rubros identificados con letras se denominan “ transacciones corrientes “ e integran la balanza en cuenta corriente; los rubros identificados con números se denominan “ movimientos de capital “ e integran la balanza de capital; si bien para México las partidas mas representativas son las importaciones y exportaciones constituyendo así la fuente aislada mas grande de oferta y demanda de divisas extranjeras, para otros países no necesariamente es así, de ahí las diferentes reacciones de la oferta y demanda de divisas ante fluctuaciones del tipo de cambio.

Es importante mencionar que los saldos de la cuenta corriente se saldan con alguna o varias de las partidas de la cuenta de capital. Así de existir un déficit en cuenta corriente, en los términos descritos anteriormente, se salda con importaciones de capital, en sus diferentes modalidades o contra las reservas. A la inversa, si se tiene un superávit, es porque se esta exportando capital, en sus diferentes modalidades, o se están incrementando las reservas.

Para los partidarios de esta teoría, su superioridad se basa en que es mucho mas objetivo estudiar la determinación del tipo de cambio en función de las fuerzas de oferta y demanda facilitando así el análisis de equilibrio, además identifica al tipo de cambio con un sinnúmero de variables importantes y no solo con relaciones de precios, finalmente demuestra la posibilidad de restaurar los desequilibrios de la balanza de pagos por medio de los ajustes en la tasa de cambio.

## CAPITULO II. LA DETERMINACION DEL TIPO DE CAMBIO.

### II.1. INTRODUCCION.

No cabe duda que el mundo ha sufrido transformaciones importantes en los últimos años, en Rusia y Europa Oriental hemos visto derrumbarse el socialismo, en los países del Tercer Mundo el abandono de estrategias de desarrollo de corte proteccionista y la consecuente adopción de una mayor apertura con el exterior, ya sea por convicción propia o por el costo político de la crisis de la deuda y las políticas de ajuste, en general, se observa un tránsito hacia la globalización económica que significa una mayor interconexión entre los países.

Con el ingreso al GAT, México manifestó su voluntad de integrarse, aunque sea gradualmente, a este proceso de globalización, todavía en 1990 el Lic. Carlos Salinas de Gortari manifestó en Davos, Suiza, ante el Foro Económico Mundial, su negativa a suscribir un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos, sin embargo, el 1 de enero de 1994, entró en vigor el TLC. Lo anterior es una muestra clara que nuestra economía ha optado por la apertura comercial, sin embargo, esto no solo significa comercio, significa un cambio en la manera de ver y hacer las cosas en toda la sociedad, empresas, gobierno y trabajadores. Como vemos al intensificar nuestras relaciones con el exterior, muchas cosas están en juego, quizás el motor de esto radique en que tendremos que ser mas competitivos a fin de que la inserción dentro de la economía mundial resulte lo mas provechosa posible, aprovechando nuestras economías de escala y las ventajas comparativas.

Pero la competitividad es un fenómeno integral, de tipo macroeconómico y macrosocial que incluye la productividad de las empresas y con ello el rendimiento de los factores de la producción, pero también la calidad y consistencia de la política económica que instrumente el gobierno. Así vemos que una empresa puede ser tan productiva que elabore sus productos a precios competitivos con el exterior, pero se pueden ver encarecidos por factores ajenos a ella de naturaleza macroeconómica, que le impidan acceder con éxito a los mercados internacionales. La apertura y el combate a la inflación son herramientas fundamentales de la política económica que impulsan de manera clara y decidida la competitividad.

México ha hecho su parte, así vemos que la estrategia de Reforma Económica ha contemplado dos elementos clave, la estabilidad de precios y la competitividad. Para lograr la estabilidad de precios, se ha emprendido la Reforma Fiscal ( impuestos, déficit presupuestal, privatizaciones ), autonomía del Banco

de México y la liberalización comercial; para procurar la competitividad, se ha promovido a través de la reforma comercial, es decir, la mejoría de las exportaciones, la desregulación, la diversificación y nuevas membresías con organismos multinacionales y regionales. Pero intensificar las relaciones con el exterior, implica también coordinación económica, no solo en los campos del comercio y la inversión, la tecnología y la producción compartida, sino también en las políticas fiscal y monetaria.

Por muy breves que hayamos sido, los comentarios anteriores nos ayudan a entender los cambios radicales que se dan en la economía una vez decidido insertarse en la economía mundial de una forma mucho mas abierta que en el pasado, la liberación de los flujos comerciales y de capital que de este proceso se derivan, intensifica las operaciones comerciales y financieras con el exterior, y son precisamente estas, las que dan origen al tipo de cambio, de modo que éste viene a ser el “ convertidor “ por el cual los precios externos se traducen en internos y éstos en aquellos. De acuerdo a lo anterior, el tipo de cambio juega un papel diferente cuando la economía es cerrada que cuando es abierta, por eso, la forma en que se determina repercutirá de modo distinto sobre el bienestar económico nacional.

Por consiguiente, las economías nacionales en sus relaciones con las demás han mostrado tres diferentes maneras de fijar el tipo de cambio y de ajustar los pagos entre países: 1o.) cuando los países se rigen por un patrón metálico común, digamos el oro, llamado comúnmente patrón fijo; 2o.) cuando adoptan y se rigen por sistemas de papel, llamados comúnmente patrones libres; 3o.) cuando un país o un grupo de ellos se rige por un patrón metálico y otro u otros por un sistema de papel.

Finalmente diremos, que es común definir el tipo de cambio como el precio que en moneda nacional se paga por cada una de las moneda extranjeras, siendo la excepción Inglaterra, donde el tipo de cambio es justamente lo contrario: el precio en moneda extranjera de la moneda nacional. Y así dirán que el tipo de cambio libra esterlina / dólar estadounidense es por ejemplo 2.60. Lo cual significa que el precio en dólares de una esterlina es de 2.60. Cuando la unidad monetaria doméstica es de escaso valor unitario, el tipo de cambio se expresará por 100 o 1,000 de estas unidades, así por ejemplo, a febrero de 1997, 1,000 Guaraníes paraguayos equivalían a 0.4697 de dólar. Antes de abordar los tipos de cambio fijos, libres y flexibles hablaremos del sistema del Fondo Monetario Internacional y del Control de Cambios.

## II.2. EL SISTEMA DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

El 22 de junio de 1944 en Bretton Woods, New Hampshire, EUA, se aprobaron las actas constitutivas del Fondo Monetario Internacional ( FMI ) y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento ( BIRF ) hoy conocido como Banco Mundial, con el propósito de crear las bases de un nuevo sistema monetario internacional para la posguerra y de un mecanismo que permitiera reanudar las corrientes internacionales de capital en forma ordenada.

La creación de estos organismos, fue la respuesta a la contracción de la economía mundial, el aumento del proteccionismo y de las restricciones discriminatorias y unilaterales al comercio, el desorden en los movimientos de capital, la inestabilidad e inseguridad monetarias y, en general, la inhibición de la inversión nacional e internacional, todos estos fenómenos característicos del periodo 1918 - 1939.

Bien podemos identificar como antecedentes del FMI y el BM, al programa de tratados bilaterales de comercio recíproco iniciados por EUA en 1934 con fines de liberación arancelaria y los acuerdos de estabilización monetaria suscritos por EUA, Inglaterra y Francia hacia 1936 para intentar estabilizar los tipos de cambio entre esos tres países mediante consultas y cooperación entre los respectivos bancos centrales y tesorerías o ministerios de finanzas.

El Plan White.- Proponía la creación de un Fondo de Estabilización Monetaria Internacional dotado de aproximadamente cinco mil millones de dólares, a lo menos, a cargo de cada uno de los países miembros a través de su cuota y representado por oro, moneda del país miembro y papeles de crédito de su propio gobierno; dicha cuota se fijaría tomando en cuenta algunos factores tales como la existencia de oro y de cambio extranjero del país, la magnitud de las fluctuaciones de su balanza internacional de pagos, y sus recursos nacionales. Asimismo, debería tener capacidad para prestar temporalmente y hasta cierto límite a fin de corregir desequilibrios en la cuenta corriente de los países miembros sin necesidad de modificar su tipo de cambio, y si el desequilibrio fuera de carácter " fundamental " se podría ajustar la paridad previa negociación y asistencia técnica con el Fondo. Cada país fijaría su paridad inicial en términos de gramos de oro, y se adoptaría, para fines contables, una unidad internacional denominada *unitas* cuya relación fija en oro equivalía a 10 dólares. En cuanto al financiamiento tanto para la reconstrucción de los países afectados por la guerra como para los países necesitados de capitales complementarios de su ahorro interno, proponía la creación del BIRF, integrado con capital suscrito por los gobiernos.

Plan Keynes.- Proponía la creación de una Unión Internacional de Compensación cuyo fondo se constituiría también con las cuotas asignadas a cada país miembro y determinadas en base al 75% del promedio del volumen de exportaciones e importaciones de cada país en los tres años anteriores a la guerra, el monto de dicha cuota representaría para el país su grado de responsabilidad en el manejo de la unión así como el derecho a participar de las facilidades de crédito que otorgase la unión, que permitiría a los países con déficit en cuenta corriente pagar los saldos a sus acreedores en una unidad monetaria denominada *bancor* (equiparada con una determinada cantidad de oro), hasta ciertos límites. Los acreedores quedaban en libertad de girar contra esos saldos. La automaticidad de corrección por parte de los países deficitarios, aunada a la automaticidad de acción por parte de los países superavitarios, quienes acumulaban bancors, a fin de corregir sus superávits excesivos y así restaurar cierto equilibrio en los movimientos monetarios internacionales nos recuerda el mecanismo de funcionamiento del patrón oro ( al fin ingleses ). Las monedas nacionales mantendrían una paridad con el bancor y ella sería ajustable de común acuerdo. A diferencia del Plan White, no proponía ningún organismo especial para el financiamiento para la reconstrucción y para los países necesitados de capital, pero sugería que a través de la Unión se podrían manejar varios otros fondos relacionados con los ajustes de posguerra.

Si bien ambos planes coincidían en la creación de un sistema de créditos recíprocos entre las naciones participantes, que aumentaría el volumen de medios de pago internacional y permitiría a los países financiar mayores déficit externos sin necesidad de adoptar políticas restrictivas y, por ende, sin reducir la actividad económica mundial, diferían radicalmente en el método para lograrlo.

El Plan Keynes recomendaba un mecanismo bancario automatizado, en manos de los bancos centrales, el Plan White recomendaba un organismo estructurado en que se especificaran jurídicamente las funciones, las reglas de operación, los límites, los remedios, las condiciones para implantarlos e incluso medidas referentes a la disolución del organismo. Además, establecía un sistema de votación en el seno del consejo de administración relacionado con el peso y la importancia de cada país participante en la economía internacional, basado en una fórmula que establecía la cuota de aportación de capital de cada país y, proporcional a ella, el número de votos emitibles. A EUA, al asignársele 25% de las cuotas y los votos correspondientes, se le confería además poder de veto en algunas votaciones especificadas. El Plan White contenía también disposiciones para eliminar las restricciones y los controles cambiarios.

Prácticamente todos los autores coinciden en que el Plan Keynes era muy superior, técnicamente hablando al que se aprobó en Bretton Woods. Un banco central de bancos centrales operando internacionalmente como estos operan en el mercado interno hubiese regulado la circulación internacional en la forma en que aquellos regulan la circulación interna, mediante los instrumentos usados por los bancos centrales, haciendo préstamos a corto y largo plazo, operando en el mercado internacional adquiriendo o vendiendo valores, y administrando una reserva competente de oro para si y para los bancos centrales nacionales.

Pero en realidad, lo que subyacía en ambos planes era el enfrentamiento de las áreas dólar - libra, quienes trataban de encontrar una solución a sus problemas expandiendo a su favor el comercio exterior y la exportación de capitales siendo necesario restablecer al máximo las relaciones monetarias sobre bases estables.

A continuación nos permitimos enunciar brevemente algunos aspectos importantes relativos a las Finalidades y Funcionamiento del FMI así como a los Derechos y Obligaciones de sus países miembros<sup>18</sup>.

Finalidades: Como hemos visto, el FMI se proponía fomentar la cooperación monetaria internacional; expandir el comercio internacional; favorecer la estabilidad de los cambios mediante acuerdos mutuos de los Estados miembros; establecer un sistema multilateral de pagos; proveer asistencia financiera a los miembros con problemas de balanza de pagos a fin de abreviar la duración y reducir la amplitud de los desequilibrios que afectan dichas balanzas. Funcionamiento: Se establece el trato directo de tesorías, banco central, fondo de estabilización u otra agencia oficial semejante con el fondo; se señala a la junta de gobierno, consejo directivo y director gerente como órganos directivos; se establece el sistema de votación y de aportaciones y la forma de realizar éstas, al respecto es importante señalar que el 29 de septiembre de 1967, la Junta de Gobernadores aprobó la creación de los Derechos Especiales de Giro ( DEG ) con los que se proveyó un incremento considerable adicional de reservas para el financiamiento de los desequilibrios de los pagos; se establece que la paridad de la moneda de los miembros debe expresarse en oro o en dólares norteamericanos. Derechos: La asistencia financiera antes referida se traduce en la obtención de monedas de los demás a cambio de la propia, bajo ciertas condiciones; la modificación de la paridad de sus respectivas monedas hasta en 10%, sin autorización del fondo, cuando

---

<sup>18</sup> Ramón Ramírez Gómez. " La Moneda, El Crédito y La Banca ", Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. México, 1988, pp. 294.

elementos de presión sobre los industrializados para inducirlos a que tomen medidas para reducir su desequilibrio externo. En consecuencia, la carga del ajuste cae en los países con déficit.

Hasta agosto de 1971 el sistema monetario internacional funcionó conforme a los acuerdos de Bretton Woods, en los cuales se estipuló que las divisas debían mantener tipos de cambio fijos que solo se podrían ajustar en condiciones extremas. Sin embargo, el 15 de agosto de 1971 EUA informa al FMI que ya no comprará y venderá libremente oro para liquidar transacciones internacionales, con esto desaparecen dos aspectos básicos del sistema de Bretton Woods: las paridades cambiarias y la convertibilidad de la divisa verde en oro. Tal medida significó la casi inmediata devaluación de la moneda frente al metal áureo y a fines de ese año se estableció una paridad de 38 dólares por onza. Casi dos años después, debido al alza del precio del petróleo, se registro otro fuerte cambio en dicha paridad que pasó a 42.22 dólares por onza. Desde entonces se inició la dinámica de los tipos de cambio flotantes, en detrimento de los principios originales de Bretton Woods.

La asistencia financiera del FMI a México data desde 1947 cuando se giraron 14 millones de dólares; en 1949 se solicitó un stand by que no se usó; en 1954 se requirió un stand by y un giro por 50 millones de dólares para apoyar la devaluación. El gobierno planteó nuevamente un stand by en 1959 y giró 22.5 millones y en 1961 giró 45 millones de dólares. Después de 15 años de "paz" sobrevienen las crisis: 16 años de apoyos. Primero el Acuerdo de Crédito Ampliado de 1976 a 1979. Interviene el auge petrolero y luego un segundo Acuerdo de enero de 1983 a diciembre de 1985 por 3,410 millones de DEG; un apoyo de emergencia para el terremoto en enero de 1986 por 290 millones de DEG; un nuevo stand by de noviembre de 1986 a abril de 1988 por 1,400 millones de DEG; un nuevo Acuerdo de Crédito Ampliado de abril de 1989 a abril de 1992 por 3,263 millones de DEG, que se amplía un año más hasta 1993, en que ya ni hubo giro ni renovación. Finalmente, el 1º de febrero de 1995 se aprobó el Acuerdo de Crédito Contingente que formó parte del paquete de ayuda financiera otorgada a México para enfrentar la crisis devaluatoria, cuya vigencia original era de 18 meses y ampliada el 2 de agosto de 1996, para vencer el 15 de febrero de 1997; el financiamiento disponible al amparo de este convenio fue de 12,070.2 millones de DEG (17,640.5 millones de dólares al tipo de cambio de 1.46125 dólares por DEG).

### II.3. CONTROL DE CAMBIOS.

La suspensión del patrón oro significó para todos los países que se vieron en la necesidad de tomar esta medida, la desaparición del punto de referencia de sus monedas, lo que se tradujo en desconfianza, inestabilidad, inflación y desvalorización de las monedas. Obvio era de esperarse que los gobiernos y las autoridades monetarias de entonces buscaran un procedimiento que reemplazara el automatismo que antaño había regulado sus balanzas de pagos. Nacieron así las instituciones de Control de Cambios, cuya idea primitiva era perfectamente clara y lógica: controlar el flujo de divisas a fin de equilibrar los ingresos y egresos de las mismas para no comprometer las ya de por sí mermadas reservas monetarias propias. Se esperaba que este control, junto con el equilibrio de la balanza de pagos permitiera mantener estables los tipos de cambio y con ello tener un régimen monetario sano.

El control de cambio significa el control gubernamental directo de las operaciones de divisas. La extensión y la severidad de los controles pueden variar considerablemente, pero lo característico es que todas las compras y ventas de cambio extranjero estén sometidas a la regulación de las autoridades cambiarias ( integral ). Para adquirir cambio extranjero legalmente, tiene que obtenerse primero un permiso o licencia; cualquier cambio extranjero recibido tiene que venderse a la agencia de control por moneda local. En algunos casos, puede permitirse que exista un “ mercado libre “ paralelamente al mercado controlado, en el que pueden comprarse divisas sin permiso para ciertos fines expresos y donde pueden venderse los ingresos de divisas de ciertas fuentes específicas ( dual ). Con estas medidas se asegura el control de la gran mayoría de las divisas. Dado que la entrada de divisas a un país está menos sujeta a control, el Gobierno puede favorecerla o fomentarla si otorga tipos favorables especiales para determinadas exportaciones o a las que se hagan a países específicos.

Con el control de la demanda y la oferta de divisas, el gobierno puede fijar arbitrariamente el tipo de cambio a cualquier nivel que desee. Si se fija el tipo en un punto en que la demanda de divisas excede la oferta producto de las exportaciones corrientes de bienes y servicios, las autoridades de control pueden:

- a) satisfacer esa demanda con las reservas internacionales u obligando a que se vendan los saldos extranjeros en manos privadas o
- b) limitar la demanda de divisas ( rehusando la concesión de permisos ) a una cantidad similar a la ofrecida generalmente.

Si se fija el tipo a un nivel en el que las entradas de divisas por las exportaciones usuales exceden de la cantidad demandada corrientemente, las autoridades de control pueden:

- a) acumular reservas internacionales o
- b) moderar los requisitos para conceder las

licencias con el fin de que la cantidad de cambio demandada efectivamente absorba la cantidad ofrecida corrientemente. Finalmente, las autoridades de control pueden, desde luego, decidirse a variar el tipo, alterando así la cantidad demandada y ofrecida de cambio bajo un control dado de restricciones cambiarias.

Pero el control de cambios no es la panacea para solucionar problemas de fugas de capital y déficits de cuenta corriente sin devaluar, como fácilmente se podría desprender de los comentarios anteriores ya que independientemente del gran esfuerzo administrativo que se requiere, es necesario considerar que si el tipo de cambio se mantiene arbitrariamente en un nivel en que la demanda de divisas, si se le permitiera una expresión libre, excediera grandemente la oferta corriente, entonces la demanda reprimida de cambio extranjero fomentaría la aparición de mercados ilegales o negros, donde los tipos de cambio que prevalecen son distintos a los fijados oficialmente.

La demanda de cambio en los mercados negros se deriva grandemente de las salidas ilegales de capital. Quienes desean convertir su riqueza líquida en saldos extranjeros, al verse imposibilitados de adquirir cambio extranjero al precio oficial, estarán dispuestos a pagar un precio superior a este. Algunas transferencias clandestinas de capital, sin embargo, pueden efectuarse por canales legales. Los medios favoritos para lograr esto incluyen la subvaluación de las exportaciones y la variación excesiva de las importaciones, reteniendo el importador o exportador el diferencial entre los valores real y declarado en saldos extranjeros.

Pero los controles de cambio favorecen también los tipos de cambio múltiples, es decir la fijación de más de un tipo de cambio oficial sobre la misma moneda extranjera para diferentes clases de transacciones, lo que conduce a tipos cruzados desordenados ( esto es, un tipo entre dos monedas que es diferente al tipo cruzado calculado a través de una tercera moneda ), a diferencia de un mercado libre donde el arbitraje equiparará los tipos cruzados con los tipos directos.

La experiencia indica, que el control de cambio, se ha constituido en un obstáculo para el restablecimiento de condiciones más normales de intercambio entre los diversos países, y no solo por el hecho de tener que racionar las divisas, lo que redundaría en ineludible limitación de las importaciones, sino principalmente también por el mantenimiento artificial de tipos de cambio a niveles siempre demasiado bajos, que tienden a afectar desfavorablemente las exportaciones.

En México el Control de Cambios se estableció el 1 de septiembre de 1982 de manera general, el 20 de diciembre del mismo año se estableció uno múltiple con 3 tipos de cambio: libre; controlado, para ser utilizado principalmente para importaciones prioritarias; especial, para convertir los mexdólares a pesos; en 1985 comenzó a operar el superlibre a cargo de casas de cambio bancarias; finalmente fue abrogado el 11 de noviembre de 1991, al firmarse la sexta concertación del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico.

#### II.4. TASAS DE CAMBIO FIJAS.

Estas se identifican con los sistemas monetarios denominados Patrón Oro, Patrón Oro en Lingotes y Patrón de Cambio de Oro. Como su nombre lo indica, en ellos la relación de cambio se mantiene prácticamente constante e inalterable.

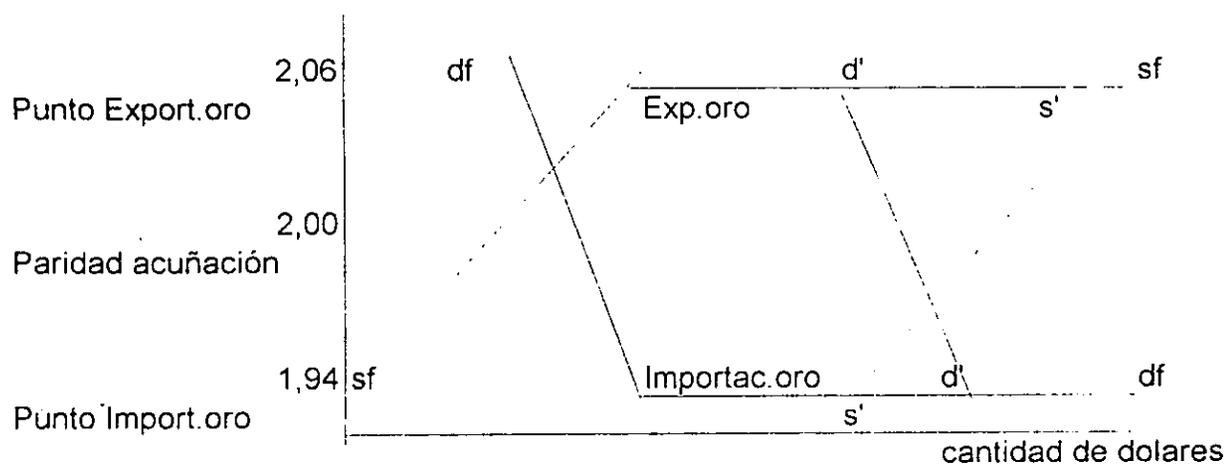
Patrón Oro .- En este sistema encontramos que el oro entra en la circulación monetaria, si en su defecto lo hace el papel moneda este debe ser totalmente convertible en oro, asimismo la autoridad monetaria se obliga a comprar a la par cualquier cantidad de oro que se ofrezca, lo que posibilita la fundición de las monedas en barras y su exportación e importación, así las cosas, lo mismo es oro que dinero y dinero que oro, el valor del oro y el valor de la moneda están ligados estrechamente. Legalmente están definidos tanto la unidad monetaria como su contenido en oro lo que equivale a establecer un precio oficial para la onza de oro.

Al fijar su contenido en oro las diversas monedas estaban fijando, de hecho, las proporciones en que se intercambiaban, es decir, el tipo de cambio. Así por ejemplo en 1905 se tomó en México como base de nuestra unidad monetaria 75 centigramos de oro, ratificado en la Ley Monetaria del 19 de noviembre de 1918 en la que también se adoptó el patrón oro clásico, así las cosas, si consideramos que el dólar contenía doble cantidad de oro, tenemos que el tipo de cambio era de \$2.00 por un dólar, dicho de otra forma, si consideramos que la onza troy contiene 31.108496 gramos, la onza troy vale \$414.78 y 207.39 dólares es decir el tipo de cambio será de \$2.00 por un dólar. Las variaciones por encima o por debajo de este tipo de cambio de paridad o de acuñación estaban dadas por los gastos que implicaba su traslado, veamos.

Supongamos que nuestra balanza comercial con EUA es deficitaria, de acuerdo a lo comentando en el capítulo anterior esto implicaría una revaluación del dólar y una devaluación del peso, sin embargo dadas las características del patrón oro, tenemos la opción de pagar con oro que me cuesta, digamos los \$2.00 determinados en el párrafo anterior, mas los gastos de transporte de digamos el 3%, de modo que mientras el dólar no rebase \$2.06 nos resultará ventajoso demandar dólares y pagar, pero en el momento en que lo haga nos resultará mas barato pagar con oro, por decirlo de alguna manera, en realidad puedo cambiar oro por dólares y pagar en dólares.

En estas condiciones el punto de exportación del oro \$2.06 marca el precio máximo que el dólar puede alcanzar. De modo inverso hay un punto de importación del oro (\$1.94) que marca el precio mínimo que el dólar puede alcanzar, es decir, llega un momento en que conviene mas que nos paguen con oro que con dólares.

Para expresarlo gráficamente utilizaremos una combinación de las gráficas de Dominick Salvatore y Charles Kindleberger<sup>19</sup>.



GRAFICA II-A

La paridad de acuñación de \$2.00, solo sirve para definir los puntos de exportación e importación de \$2.06 y \$1.94 respectivamente, sabemos que el tipo de cambio no puede exceder \$2.06 ya que como vimos si lo rebasa podemos obtener dólares, para ofrecerlos y pagar, vendiendo oro ( exportación ), es decir demando oro y ofrezco dólares o también la exportación de oro es equivalente a un ingreso de dólares y por lo tanto a su oferta, por esto, la oferta de dólares en el punto de exportación ( \$2.06 ) se

<sup>19</sup> Dominick Salvatore, " Economía Internacional ", Editorial Mc Graw Hill, Colombia, 1992, pp.226-228. Charles P. Kindleberger, " Economía Internacional ", Editorial Aguilar, Madrid, 1982, pp. 446-448

hace infinitamente elástica, es decir, a ese precio podemos hacernos de las cantidades que queramos de dólares, viceversa, dado que el tipo de cambio no puede ser inferior a \$1.94 ya que como vimos si lo rebasa, prefiero que me paguen con oro ( importación ) que con dólares y dado que la importación de oro equivale a un egreso de dólares y por lo tanto a su demanda, la demanda de dólares, en el punto de importación ( \$1.94 ) se hace infinitamente elástica. En pocas palabras, el déficit de la cuenta corriente lo estamos cubriendo con exportaciones de oro, el saldo deudor neto de la cuenta corriente es igual al saldo acreedor neto de la cuenta de oro.

Ahora veamos como actuarían los arbitranes cambistas. Si el dólar bajara a \$1.94, demandarían 1 dólar, mismo que cambiarían por su equivalente en oro en EUA, equivalente que en México les da derecho a recibir \$2.00, (demanda de dólares oferta de oro), la demanda de dólares haría subir su precio hasta que el diferencial se suprimiera; por el contrario, si el dólar subiera a \$2.06, comprarían oro en México por \$2.00 mismo que les da derecho en EUA a obtener 1 dólar el cual venderían posteriormente en México por \$2.06 ( demanda de oro y oferta de dólares ), esta oferta implicaría que el precio disminuyera hasta suprimir el diferencial.

En virtud de que el tipo de cambio fluctúa dentro de los márgenes impuestos por los puntos de exportación e importación del oro, no existen riesgos desestabilizadores de los movimientos de capital, sin embargo sus repercusiones eran otras.

Un superávit en balanza de pagos, implicaba importación de oro, mismo que se traducía en incremento de reservas, de emisión de billetes en circulación y en precios ( inflación ), esto a su vez provocaba falta de competitividad de los productos, decremento en exportaciones e incremento en importaciones. Por el contrario, un déficit implicaba exportación de oro, mismo que se traducía en disminuciones de reservas, de emisión de billetes en circulación y en precios ( deflación ), esto a su vez provocaba competitividad de los productos, incremento en exportaciones y decremento en importaciones.

Como vemos en el mecanismo de ajuste bajo el patrón oro, esta implícita la teoría cuantitativa del dinero a la que ya nos hemos referido dando lugar a una de las críticas al sistema.

De lo anterior podemos concluir que bajo este sistema, la balanza de pagos tiende al equilibrio puesto que un proceso inflacionario no se puede mantener indefinidamente sin ser contrarrestado por fuerzas

deflacionista que el propio mecanismo crea, evitando así que un país pierda sus reservas en forma considerable, conduciendo a un reparto adecuado de las reservas en oro entre los países con patrón oro que intervienen en el comercio internacional. En virtud del equilibrio automático antes mencionado se hace innecesaria la intervención del estado. Gracias a la inalterabilidad del tipo de cambio se provocan las reacciones en los precios ya sea a la baja o a la alza que conducen al equilibrio de la balanza de pagos, así las cosas, todas las variables deben adaptarse al tipo de cambio.

A pesar del “buen funcionamiento” del sistema dos hechos trascendentales se conjugaron para su abandono. La deflación derivada de la Gran Depresión significó el aumento del valor del oro lo que equivalía a su vez a la devaluación de las monedas, en virtud de esto, los países se dieron cuenta que era imposible sostener por mucho tiempo las paridades monetarias, es decir, el precio del oro en las diversas monedas, por lo que era impostergable ajustarlo al alto nivel que había alcanzado su valor, mediante la devaluación. El otro se derivó de su gran difusión, ya que si en un principio representó su gran fortaleza, bastó que la crisis estallara en uno de los principales centro financieros para que se propagara entre todos los países que habían adoptado este sistema y se convirtiera en una auténtica crisis mundial. El patrón oro y su tipo de cambio fijo transmitió la deflación de EUA a los demás países y estos tuvieron que suspender la libre convertibilidad de sus monedas y devaluarlas, solo así terminaba la crisis.

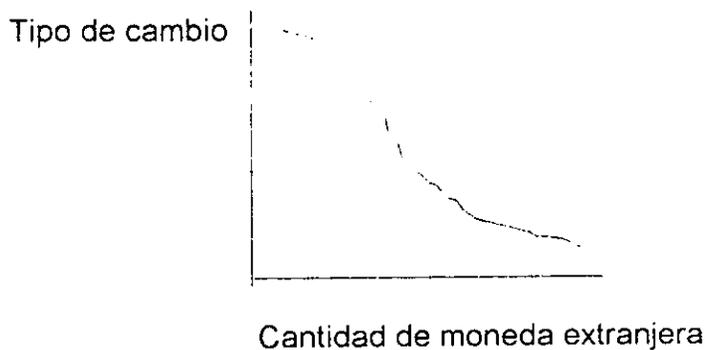
Patrón oro en lingotes.- Aquí vemos que el oro deja de circular y es sustituido por billetes y monedas, también deja de ser acuñado o fundido a voluntad de los particulares, en cambio la autoridad monetaria se obliga a comprar oro y divisas oro al precio oficial y a proporcionar oro en barras para realizar pagos al exterior a un precio determinado y a partir de un mínimo pero sin fijar límite hacia arriba.

El patrón de cambio de oro.- Aquí vemos que el oro es sustituido por una divisa oro estableciéndose una paridad entre esta y la moneda nacional, también se establece el compromiso de comprar y vender divisas oro sin límite al precio fijado por ley. Al igual que en el patrón anterior, el oro deja de circular y el poder liberatorio lo ejerce la moneda nacional misma que consiste en billetes y monedas. Los pagos al exterior se realizan con la divisa oro ya que esta se puede adquirir a precio fijo siendo su exportación e importación libre e ilimitada.

## II.5. TASAS DE CAMBIO LIBRES.

Estas se identifican con los sistemas monetarios conocidos como papel moneda que sustituyeron al patrón oro después del derrumbe de este, se caracteriza porque no está ligado a algún bien como el oro o la plata, es decir, es autónomo, de existencia propia, en él, el valor de la moneda se determina por su poder de compra en el mercado, la circulación consiste en moneda fiduciaria tal como ya lo asentamos en el capítulo anterior. Debido a la inexistencia de un eslabón que una los valores de las monedas, el tipo de cambio es libre y de tal naturaleza que iguala los pagos hechos al exterior con los pagos recibidos del exterior, es decir, se determina por la interacción de la oferta y la demanda, las fuerzas del mercado determinan el precio de equilibrio. De modo que cuando el tipo de cambio es verdaderamente libre no puede haber excesos de pagos o ingresos, no puede haber déficit o superávit en la balanza de pagos. No obstante lo anterior es necesario puntualizar algo sobre la naturaleza y la forma de las curvas de oferta y demanda antes de poder llegar a conclusiones significativas respecto de que determina el tipo de cambio.

Demanda corriente de cambio.- Recordemos que la demanda de cambio extranjero, para el caso de nuestro país prácticamente dólares, se deriva de todas las partidas del debe de la balanza en cuenta corriente, la importancia relativa de cada una de estas difiere según el país, pero generalizando diremos que son las importaciones de bienes y servicios las más importantes, debido a esto la demanda de cambio extranjero es una demanda derivada ya que nace de la demanda de bienes y servicios extranjeros, es decir de las importaciones. Si bien la cantidad de cambio extranjero demandada depende de factores tales como el nivel y distribución del ingreso, las preferencias de los consumidores, los precios de los bienes y servicios extranjeros y domésticos, podemos afirmar que varía en función del tipo de cambio. Así, si el tipo de cambio es bajo, las importaciones resultan baratas, en función de la moneda doméstica, por lo que se incrementan estas y con ello la demanda de cambio extranjero. Gráficamente cae de izquierda a derecha como se aprecia a continuación.



GRAFICA II-B

Elasticidad de la demanda. - Por esta entendemos el cambio que se observa en la cantidad ante cambios que se dan en el precio, es importante mencionar que estos cambios son porcentualmente hablando. Así vemos que si la caída del 1% en el tipo de cambio provoca un aumento del 1% en la cantidad demandada de cambio extranjero, la elasticidad de la demanda es la unidad, si es mayor al 1% la demanda es relativamente elástica, si es menor al 1% la demanda es relativamente inelástica.

Como dijimos que la demanda de cambio extranjero era una demanda derivada, puesto que depende de la demanda de bienes y servicios extranjeros, es decir de las importaciones, la elasticidad de la demanda de cambio extranjero depende básicamente de la elasticidad precio de la demanda de dichos bienes.

Oferta corriente de cambio. - Nuevamente recordemos que la oferta corriente de cambio, para el caso de nuestro país prácticamente dólares, se deriva de todas las partidas del haber de la balanza en cuenta corriente, pero en general de las exportaciones de bienes y servicios. Pero lo que para nosotros son ingresos, para el país con que comerciamos ( supongamos que uno solo o todo el extranjero lo identificamos para fines prácticos en uno solo ) son gastos, lo que para nosotros es oferta para dicho país es demanda, por lo que ahora traduciremos la demanda de cambio de un país en la oferta de cambio de otro. Para facilitar supondremos que todos los pagos se hacen en moneda extranjera.

Adecuando la exposición que utiliza Delbert A. Snider<sup>20</sup>, veamos como la demanda extranjera de pesos ( en EUA ) es equivalente a la oferta de dólares ( en México ). Supongamos que el tipo de cambio en México es de \$7.50 por 1.00 dólar y que en EUA se demandan \$3,751.00 ( para pagar importaciones provenientes de México ) que al tipo de 0.1333 ( recíproco de \$7.50 ) dólares por un peso, representa una oferta de 500 dólares, en México esos \$3,751.00 al tipo de \$7.50 equivalen a 500 dólares.

Elasticidad extranjera de la demanda de cambio. - Sin embargo lo importante ahora es ver como reacciona la demanda de pesos en EUA ante cambios en la cotización del peso, supongamos que dicha cotización cae en 15% ( 0.0199 ) para ubicarse en 0.1134 dólares por un peso que equivale a una cotización en México de \$8.82 por 1.00 dólar, esto significa que para EUA nuestros productos les resultan mas baratos, claro esta de no modificarse el precio de estos. Que se demanden mas pesos en EUA depende de la elasticidad de la demanda de pesos, si suponemos que la cantidad de pesos

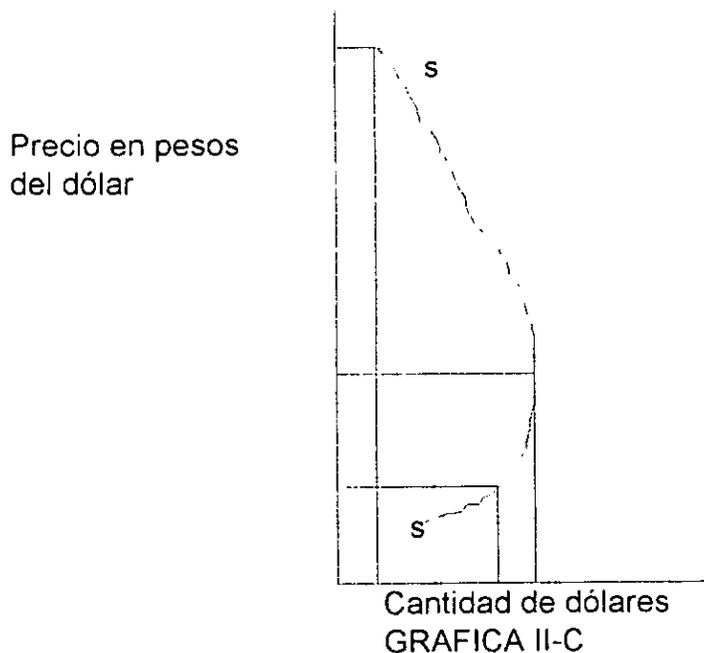
---

<sup>20</sup> Delbert A. Snider. " Introducción a la Economía Internacional ", Editorial UTEHA. México, 1961.

demandada aumenta en 30%, la elasticidad de la demanda sería 2 lo que quiere decir que se demandan \$7,502.00 que al precio de 0.1134 implican una oferta de 851 dólares, recíprocamente en México esos \$7,502.00 al tipo de \$8.82 equivalen a 851 dólares, aumenta el precio del dólar (de \$7.50 a \$8.82) aumenta su oferta ( de 500 a 851 dólares ), es decir la curva sube de izquierda a derecha.

El abaratamiento del peso en EUA, implica ciertamente que su demanda aumente y la oferta de dólares en México también, pero no en la misma proporción, es decir, mientras la elasticidad de la demanda de pesos en EUA es mayor que 1 ( elástica ), la oferta de dólares en México es relativamente inelástica; en el extremo opuesto si la elasticidad de la demanda de pesos es menor que 1, la oferta de dólares en México será menor, es decir, tendrá elasticidad negativa; si la elasticidad de la demanda de pesos es igual a 1, la oferta de dólares no cambiaría esto es su elasticidad será 0 o infinitamente inelástica.

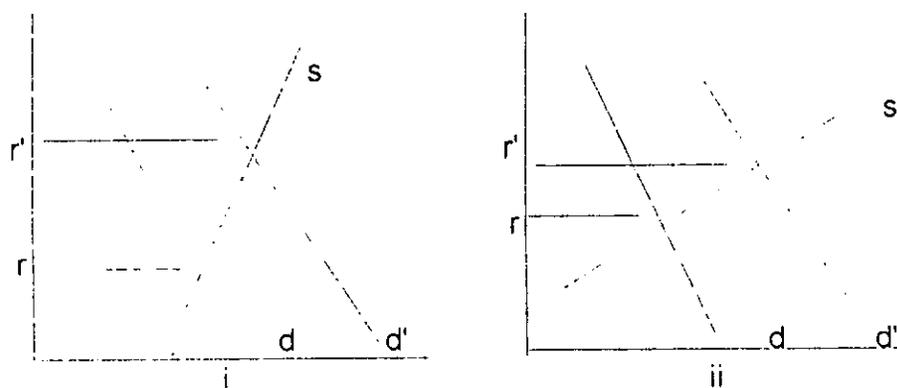
Estas consideraciones serán de vital importancia cuando se decida devaluar una moneda con el propósito de eliminar un déficit de balanza de pagos como veremos mas adelante.



Para resumir, la curva de oferta corriente de cambio extranjero en un país sube de izquierda a derecha, mientras la demanda extranjera de la moneda de ese país es relativamente elástica; si, a lo largo de escalas dadas en el tipo de cambio, la demanda extranjera es de elasticidad unitaria o inelástica, la curva de oferta del cambio será, respectivamente, vertical o doblada hacia atrás.

Si suponemos ahora que las transacciones en cuenta corriente son las únicas generadoras de movimientos de divisas, si por alguna circunstancia las importaciones se incrementaran más que las exportaciones esto tendería a incrementar el tipo de cambio haciendo que el dólar se encarezca y reciprocamente el peso se abarate en EUA, con importaciones más caras estas disminuirán y con exportaciones más baratas estas se incrementarán, se demandarán menos dólares y se ofrecerán más hasta que se igualen sus cantidades, se equilibren o se ajusten, es lo mismo. Para los fines de la exposición haremos caso omiso de los efectos que el incremento de las exportaciones tienen en el ingreso, ya que seguramente también este se incrementará y con ello las importaciones, también suponemos que la autoridad monetaria no interviene en el mercado de cambios.

Pero a estas alturas es conveniente preguntarnos ¿Hasta donde cualquier aumento dado en la demanda o disminución en la oferta hará que suba el tipo de cambio?. Aquí es donde las elasticidades juegan un papel determinante. Mientras más inelástica es la curva de oferta de cambio extranjero, más alto subirá el tipo a consecuencia de una demanda aumentada, la gráfica siguiente lo muestra:



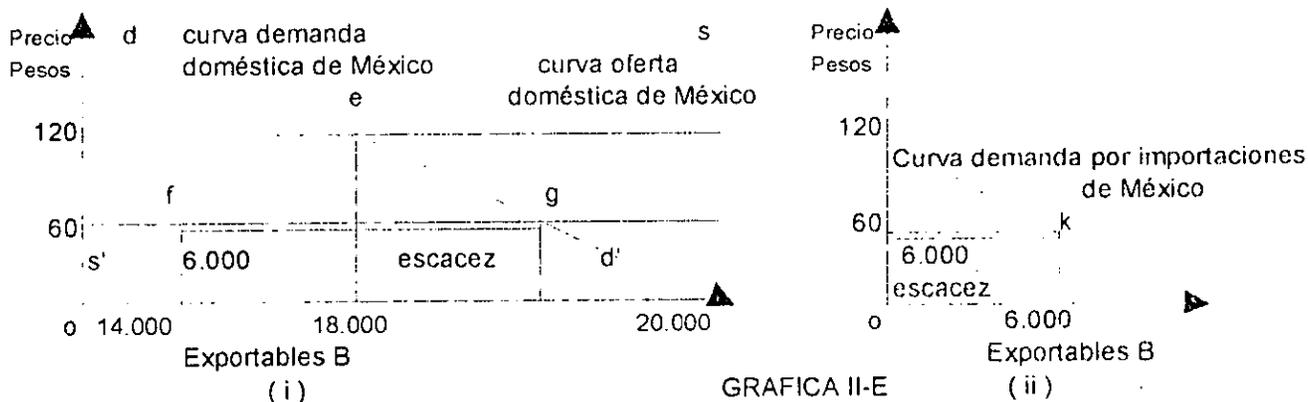
GRAFICA II-D

En ambas figuras el tipo de cambio original ( r ) es el mismo, como también lo es el aumento en la demanda desde D hasta D' . En la figura " i " no obstante la elasticidad de la oferta es menor que en la figura " ii " . De aquí, que el aumento en el tipo  $r'$  sea mayor en la primera que en la segunda. La elasticidad de la demanda tiene la misma influencia sobre el grado de variación del tipo que el resultado de un desplazamiento en la curva de oferta.

En virtud de que la demanda de divisas ( con exclusión de los movimientos de capital para propósitos de esta exposición ) se deriva de la demanda de importaciones y la oferta de las exportaciones, será necesario investigar más sobre estas demandas y ofertas subyacentes de mercancías.

Para estudiarlas utilizaremos el llamado modelo de equilibrio parcial en la forma como lo describe Miliades Chalcholiades<sup>21</sup> con algunas adecuaciones. A continuación precisamos los supuestos de este modelo.

De acuerdo a dicho modelo identificaremos a México como país sede y a EUA como país extranjero, representando al resto del mundo, cada uno con sus respectivas monedas, esto es, peso y dólar; México exporta un bien en representación de todas sus exportaciones y lo llamamos exportables "A", en iguales condiciones EUA, "B"; estos bienes son diferentes y son producidos en ambos países, por lo que cada uno de ellos tiene sus propias curvas de demanda y oferta de exportables "A" y "B", producto de la interacción de cantidades demandadas y ofrecidas a precios domésticos, este supuesto es importante porque sirve para identificar el modelo como de equilibrio parcial.



A continuación el autor enfatiza en la independencia entre las curvas de oferta y demanda doméstica de modo que los cambios en los precios no induce cambios alternativos entre exportables "A" y "B", como uno de los supuestos importantes del equilibrio parcial, también recuerda que a un precio determinado el volumen deseado de importaciones y exportaciones se iguala equilibrando el mercado, prosiguiendo con la derivación de las curvas de demanda de importaciones y oferta de exportaciones.

De acuerdo a lo anterior, la gráfica II-E-i muestra las curvas de oferta y demanda domésticas de México, de exportables "B". Así, la curva de oferta SS' muestra las cantidades de exportables "B", ofrecidas por los productores de México a precios alternativos en pesos, de modo que a 60 pesos están dispuestos a ofrecer 14,000 unidades, pero si el precio sube a 120 pesos, incrementarán su cantidad a 18,000 unidades. De esto se infiere que la curva de oferta de México tiene pendiente positiva como teóricamente se describen las curvas de oferta.

<sup>21</sup> Miliades Chalcholiades, "Economía Internacional", Editorial Mc Graw Hill, Colombia, 1992, pp. 405

Así mismo, la curva de demanda doméstica de México,  $DD'$ , muestra las cantidades de exportables "B" que los consumidores de México están dispuestos a comprar a precios alternativos en pesos. Al contrario que la curva de oferta, esta curva tiene pendiente negativa, debido al comportamiento contrario de los oferentes, es decir, a medida que el precio baja incrementan la cantidad demandada. Así vemos que al precio de 120 pesos, los consumidores de México están dispuestos a comprar 18,000 unidades de exportables "B", pero si el precio baja a 60 pesos incrementarán su cantidad a 20,000 unidades.

Para el caso de los exportables "A", en México también hay curvas de oferta y demanda sujetas al mecanismo descrito anteriormente, mismo que a la vez es aplicable a los exportables "A" y "B" de EUA, solo que los precios están referidos en dólares.

Antes de pasar a derivar la curva de demanda de importaciones, el autor hace notar que dicha curva es parte de lo que ordinariamente se denomina en la teoría de los precios la curva de exceso de demanda, de la misma forma que la curva de oferta de exportaciones lo es de la curva de exceso de oferta, lo novedoso es que los consumidores y productores de México están interesados en los precios expresados en pesos, y los de EUA en dólares.

La curva de la demanda de importaciones.- Para derivarla recurriremos a la gráfica II-E, como vimos, la figura ( i ) muestra las curvas de oferta y demanda domésticas de México de exportables "B"; la figura ( ii ) la curva de la demanda de importaciones de México.

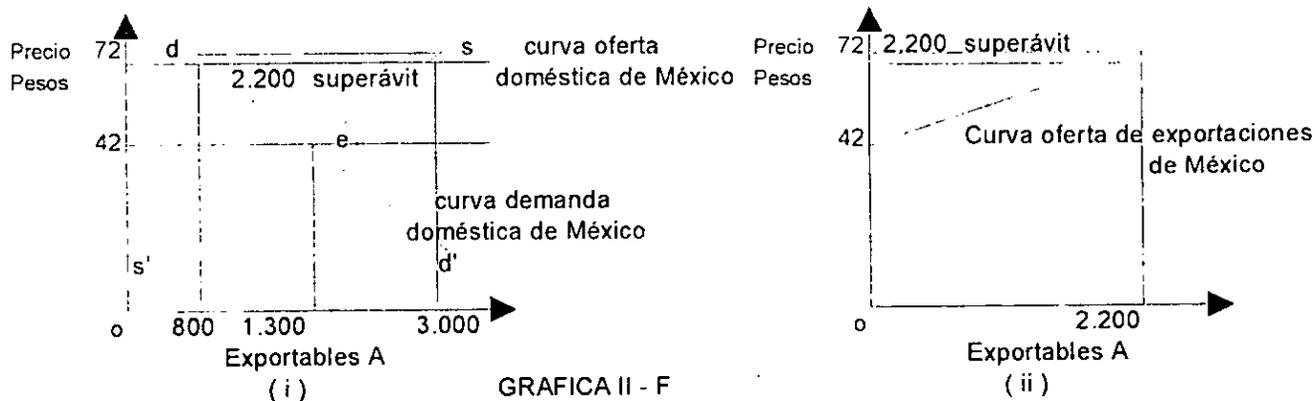
Consideremos la figura ( i ) primero. El precio de 120 pesos marca el equilibrio entre oferta y demanda ya que a este precio tanto los demandantes como los oferentes están dispuestos, unos a comprar y otros a vender 18,000 unidades, pero si el precio baja de 120 pesos entonces México desarrolla una escasez ( exceso de demanda ) de, o una demanda de importaciones de exportables "B", ya que los consumidores estarán dispuestos a comprar una mayor cantidad, pero los productores no estarán dispuestos a incrementar la suya a un precio mas bajo. Así por ejemplo cuando el precio cae a 60 pesos, los consumidores de México están dispuestos a comprar 20,000 unidades de exportables "B", pero los productores de México están dispuestos a vender solo 14,000 unidades de modo que México desarrolla una escasez ( demanda de importaciones ) de 6,000 unidades. En la figura ( ii ) podemos ver que la demanda de importaciones de México es cero cuando el precio es de 120 pesos, es decir no tiene porque

importar ya que a este precio la oferta doméstica esta dispuesta a producir, pero aumenta a 6,000 unidades cuando el precio se reduce a 60 dólares, porque a este precio la oferta doméstica no esta dispuesta a producir.

Dado que la curva de demanda de importaciones se deriva de las curvas de demanda y oferta, es necesario considerar los factores que están detrás de éstas, es decir, los gustos, ingresos y otros precios, así como la tecnología y los precios de los factores.

Si queremos derivar la curva de demanda de importaciones de EUA ( de exportables "A" ), procederíamos de la misma forma, siendo necesario tener presente que los precios estarían expresados en dólares.

La curva de oferta de exportaciones. - Para derivarla recurrirémos a la gráfica II-F, la figura ( i ) muestra la oferta doméstica de México ( SS' ) y la demanda ( DD' ) de exportables "A", la figura ( ii ) la curva de oferta de exportaciones de México.



En la figura ( i ) vemos que el precio de 42 pesos marca el equilibrio entre demanda y oferta ya que a este precio tanto los demandantes como los oferentes están dispuestos, unos a comprar y otros a vender 1,300 unidades, pero si el precio es superior a 42 pesos entonces México desarrolla un superávit ( exceso de oferta ) de, o una oferta de exportaciones de exportables "A" ya que los consumidores no están dispuestos a comprar dicha cantidad a un precio superior, pero los productores si están dispuestos a vender a un precio superior e incrementar la cantidad, así por ejemplo cuando el precio sube a 72 pesos, los consumidores de México reducen su consumo de exportables "A" a 800 unidades, mientras que los productores de México incrementan su producción a 3,000 unidades. De modo que México desarrolla un superávit ( oferta de exportaciones ) de 2,200 unidades de exportables "A". En la figura

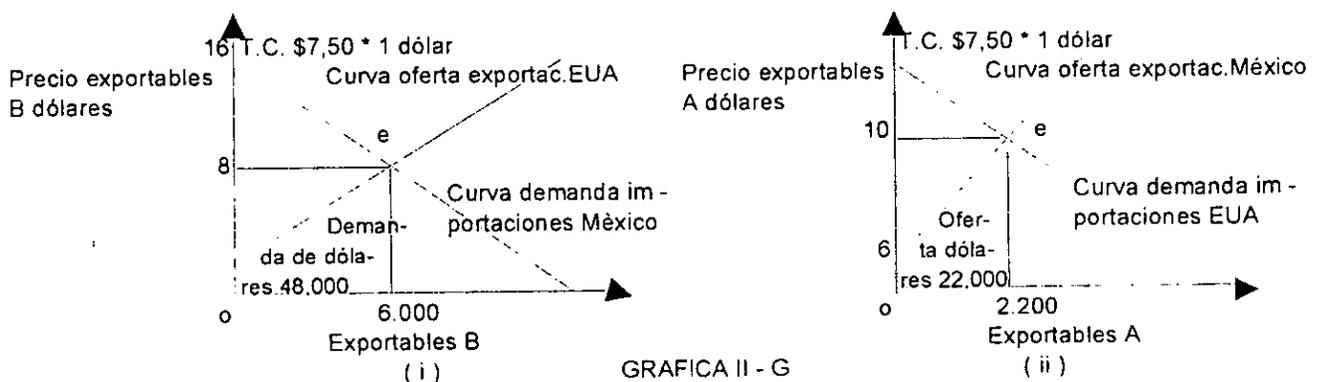
(ii) podemos ver que la oferta de exportaciones de México es cero cuando el precio es de 42 pesos, es decir, no tiene porque exportar ya que a este precio la demanda doméstica esta dispuesta a consumir.

Nuevamente será necesario considerar que dado que la curva de oferta de exportaciones se deriva de las curvas de oferta y demanda domésticas, es necesario considerar los factores que están detrás de estas, es decir, la tecnología y los precios de los factores, así como los gustos, ingresos y precios de otros bienes.

Si queremos derivar la curva de oferta de exportaciones de EUA procederíamos de la misma forma siendo necesario tener presente que los precios estarían expresados en dólares.

Para proseguir será necesario expresar todos los precios en términos de una sola moneda por lo que escogeremos el dólar ya que nos interesa derivar las curvas de oferta y demanda de cambio extranjero, para nuestro interés particular, dólares.

Para el caso de las curvas de demanda de importaciones y oferta de exportaciones de EUA no hay problema ya que están expresadas en dólares tal y como se observan en la gráfica II-G, pero las de México están expresadas en pesos, por lo que tendrán que convertirse en dólares, de modo que las gráficas II-E y II-F quedarían de la siguiente forma ( gráfica II-G ) de considerar un tipo de cambio de \$7.50 por 1.00 dólar.



Bajo esta nueva expresión de precios la figura ( i ) nos muestra que a 8 dólares México genera una demanda de importaciones de EUA de 6,000 unidades, representando el precio de equilibrio, lo que se traduce en una demanda de 48,000 dólares para pagar dichas importaciones a EUA; la figura ( ii ) nos muestra que a 10 dólares México genera una oferta de exportaciones a EUA de 22,000 unidades, representando el precio de equilibrio, lo que se traduce en una oferta de 22,000 dólares derivados de los

pagos que nos hace EUA por dichas exportaciones. Obviamente todo esto es válido al tipo de cambio de \$7.50 por 1.00 dólar.

De acuerdo a lo anterior México demandaría 48,000 dólares para pagar importaciones y ofrecería solo 22,000 derivados de sus exportaciones lo que le representa un déficit de 26,000 dólares. ¿ Conviene a México devaluar su moneda a fin de eliminar dicho déficit ? ¿ Estamos seguros que de hacerlo así sucederá ? . Supongamos que el tipo para el dólar se eleva a \$9.50, prosiguiendo con la exposición del autor, veamos que le ocurre al equilibrio inicial en el mercado de bienes.

Obviamente el precio de equilibrio de 8 pesos de la gráfica II - G - i, se rompe ya que las curvas de oferta y demanda de México se construyeron considerando un tipo de cambio de 7.50 pesos por lo que será necesario reconstruirlas.

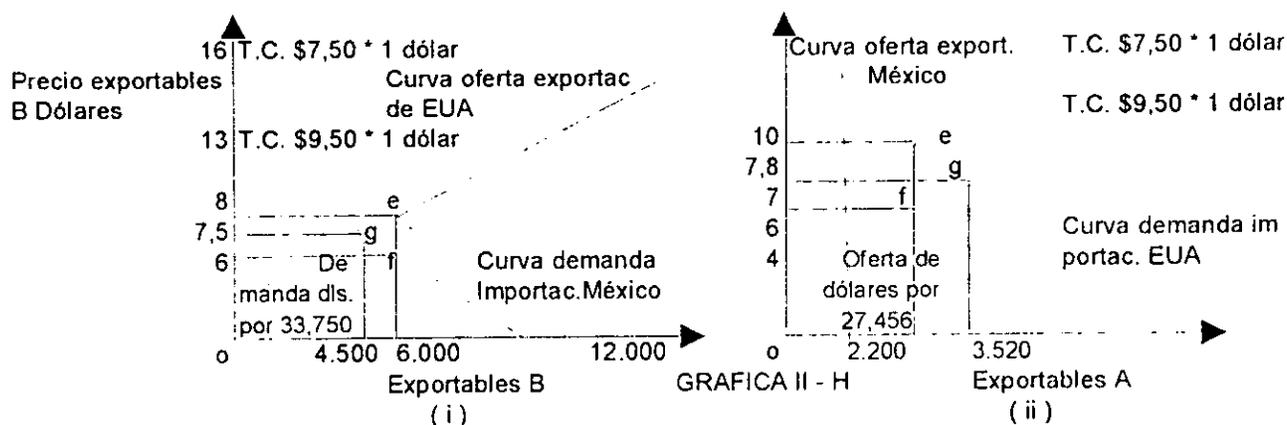
Así para el caso del mercado de exportables "B", el equilibrio original ( e ) se daba en 8 dólares, a este precio México estaba dispuesto a importar de EUA y este a exportar a México 6,000 unidades que al tipo de cambio de 7.50 pesos representa para México 60 pesos por unidad, al devaluarse el peso y alcanzar la paridad 9.50 pesos esto representa solo 6 dólares (  $60/9.50$  ) que es lo que México esta dispuesto a pagar, pero EUA no esta dispuesto a recibir menos de 8 dólares por unidad, es decir las 6,000 unidades representan para EUA 8 dólares y para México 60 pesos. De pagar México los 8 dólares que pide EUA representarían, al tipo de cambio de 9.50 pesos por un dólar, 76 pesos, pero a este precio México no está dispuesto a importar las 6,000 unidades sino menos.

Tratándose del volumen de exportaciones de exportables "A" de México, el equilibrio de 2,200 unidades tenderá a crecer ya que para México representan 72 pesos y para EUA 10 dólares al tipo de cambio de 7.50 pesos, cuando la paridad alcanza los 9.50 pesos por un dólar, estos representan para México 95 pesos, en realidad México esta dispuesto a seguir exportando 2,200 unidades a 72 pesos que al tipo de cambio de 9.50 pesos representan solo 7 dólares, pero a este precio EUA esta dispuesto a importar mucho mas.

De lo anterior se concluye que la depreciación del peso modifica el equilibrio inicial en el mercado de bienes. El volumen de importaciones de México se reduce ya que los bienes de EUA ahora son mas

caros en términos de pesos. Por su parte, el volumen de exportaciones de México se incrementa al volverse sus productos mas baratos en términos de dólares.

El nuevo equilibrio que corresponde a la paridad de 9.50 pesos por un dólar, se aprecia en la gráfica II - H, en ella se muestran las curvas de la gráfica II - G y las nuevas que como se ve están debajo de las originales puesto que ahora se han dividido por 9.50 pesos en lugar de los 7.50 pesos originales, para obtener los correspondientes precios en dólares, el nuevo punto de equilibrio se da en "g" con un precio de 7.50 y 7.80 pesos respectivamente.



De lo anterior, y continuando con la exposición del autor<sup>22</sup>, se concluyen los siguientes efectos de la devaluación.

1.- No solo teóricamente, sino prácticamente los mexicanos sabemos perfectamente que una devaluación disminuye las importaciones e incrementa las exportaciones, para el ejemplo que venimos manejando las primeras de 6,000 a 4,500 unidades y las segundas de 2,200 a 3,520 unidades.

2.- Sobre los precios en términos de dólares.- El recalcu de las curvas que se aprecia en la gráfica II-H, muestra una caída de los precios externos de 8 a 7.50 pesos para el caso de los exportables "B" y de 10 a 7.80 para los "A".

3.- Sobre los precios en términos de pesos.- También la experiencia ha enseñado a los mexicanos que la devaluación implica un incremento en los precios internos y máxime cuando se depende en grado sumo de insumos externos, gráficamente ( gráfica II-H ) esto se deduce, para el caso de los exportables "B",

<sup>22</sup> Miltiades Chalcholiades. op. cit., pp. 415-418

porque se reduce su cantidad, tenemos que pagar mas pesos por ellos. Para el caso de los "A" se infiere porque su cantidad aumenta, ahora recibimos mas pesos.

4.- Sobre la cantidad de cambio extranjero demandado.- Al respecto también la práctica nos ha enseñado que dicha cantidad se reduce, es claro que al incrementarse el precio de cada unidad de moneda extranjera demandaremos menor cantidad, en la gráfica II-H lo podemos ver ya que los 48,000 dólares originales ( esto es,  $8 * 6,000$  ) se reducen a 33,750 ( esto es,  $7.5 * 4,500$  ).

5.- Sobre la cantidad de cambio extranjero ofrecido.- Es muy importante considerar que por un lado los precios en términos de dólares disminuyen, como ya lo establecimos en el punto 2 anterior, pero por otro, el volumen de exportaciones se incrementa ( ver punto 1 ), es decir, para poder emitir una opinión sobre el comportamiento de la cantidad de cambio ofrecida será necesario analizar el efecto combinado de ambos factores, en otras palabras dicha cantidad depende de la elasticidad de la demanda de importaciones que EUA haga de productos mexicanos, por lo tanto el efecto de la devaluación puede aumentar, disminuir o inalterar la cantidad de cambio ofrecida, en el ejemplo numérico de la gráfica II-H el ingreso por exportaciones de México aumenta de 22,000 dólares ( esto es,  $10 * 2,200$  ) a 27,456 dólares ( esto es,  $7.8 * 3,520$  ) de lo que se infiere una elasticidad mayor a 1 ya que mientras el precio baja 22%, la cantidad de dólares aumenta 25%, pero si la demanda de importaciones de EUA fuera inelástica entonces tendríamos una reducción en el ingreso por exportaciones.

6.- Sobre los términos de intercambio del país que devalúa.- Si bien los precios en términos de dólares se reducen ( punto 2 ), los precios en términos de pesos se incrementan ( punto 3 ) por lo que será necesario considerar el efecto combinado de ambos, debido a esto, al igual que el punto 5, el efecto de la devaluación sobre los términos de intercambio del país que devalúa no se puede precisar, dicho de otra forma, todo depende de los valores que asuma la elasticidad de la oferta de exportaciones y la de la demanda de importaciones. De esto se infiere que los efectos de la devaluación sobre la balanza comercial sean indeterminados; siendo insistentes, si bien se disminuye la demanda de cambio extranjero lo que mejora dicha balanza , no sabemos a ciencia cierta como se comporta la oferta de cambio extranjero, ya que esta depende, como lo vimos anteriormente, de la elasticidad de la demanda de importaciones, de modo que si esta es elástica incrementará aquella mejorando la balanza comercial, pero si es inelástica disminuirá la oferta de cambio extranjero por lo que si esta disminución es mayor a

la que observa la demanda de cambio extranjero, la balanza comercial, a pesar de la devaluación empeorará.

Dada la incertidumbre en el efecto que una devaluación tiene sobre la balanza de pagos o sobre un déficit en cuenta corriente, existe una condición que nos permite pronosticar si efectivamente tal devaluación reducirá dicho déficit y se conoce con el nombre de Condición de Marshall - Lerner. Esta establece que la depreciación mejorara la balanza de pagos de un país si la suma de las elasticidades de la demanda de exportaciones de un país y de la demanda de importaciones por parte del mismo es mayor que la unidad, pero como la demanda de exportaciones de un país es igual a la de importaciones del otro, también podemos hablar de las demandas de importaciones de ambos países. En el ejemplo que venimos manejando, la condición se cumple al reducirse el déficit de 26,000 ( 48,000 - 22,000 ) dólares a 6,294 ( 33,750 - 27,456 ).

Si la condición no se cumple es porque entonces ambas curvas de demanda de importaciones son inelásticas, volviendo a la gráfica II-H esto implicaría que fueran verticales, para el caso de los exportables "A" ( ii ) se cruzaría, con la curva de oferta de exportaciones recalculada a 9.50 pesos, en el punto ( "f" ) con un precio de 7 dólares lo que significaría un ingreso por exportaciones de 15,400 dólares ( 7.00\*2,200 ) cifra menor a los 22,000 dólares ( 10.00\*2,200 ) originales. Para el caso de los exportables "B" ( i ), la curva de demanda de importaciones ahora vertical o inelástica cruzaría a la curva de oferta de exportaciones en el punto " e " original por lo que la demanda de dólares permanecería en los mismos niveles, es decir, 48,000 dólares ( 8.00\*6,600 ). Bajo este caso, el ingreso por exportaciones de México se reduce, en particular, el déficit en la balanza comercial de México aumentara de 26,000 dólares ( esto es, 22,000 - 48,000 ) a 32,600 dólares ( esto es, 15,400 - 48,000 ) .

Crítica al enfoque de la elasticidad. - No es difícil inferir que la elasticidad esta sujeta a muchos factores, como por ejemplo, el número de vendedores, la magnitud de las variaciones de los precios, las expectativas, los mercados alternos, etc., pero sobre todo, de las condiciones de la economía, la experiencia enseña que en períodos de depresión, las elasticidades son bajas, mientras que en los de prosperidad son altas. Además recordemos que se basa en el análisis del equilibrio parcial donde se supone que otras condiciones no varían, por eso es que las elasticidades se pueden medir, sin embargo, si bien el tipo de cambio es un precio como muchos otros, ciertamente no es cualquier precio, una variación en el produce efectos en cadena que repercuten y modifican otras variables, así por ejemplo,

por lo menos, el incremento en las exportaciones y la disminución de las importaciones tendera a incrementar la base monetaria con el riesgo de presionar a los precios, claro esta que las autoridades podrán neutralizar este efecto a través de la esterilización de las divisas, pero el riesgo esta latente. Por esto algunos autores recomiendan considerar las elasticidades totales sobre las parciales.

El enfoque de la absorción.- Como respuesta a la deficiencia del enfoque de elasticidades, Sidney Alexander<sup>23</sup> propuso el enfoque de la absorción del ingreso, este establece que una vez operado el mecanismo de ajuste que trae aparejado la devaluación y que ya hemos descrito con anterioridad, el ulterior incremento de las exportaciones y disminución de las importaciones provoca que el ingreso se expanda, contrarrestando así el mejoramiento inicial de la balanza en cuenta corriente. La magnitud de este efecto inverso, y por lo tanto del resultado final del ajuste, dependerá de como afecte el multicitado ingreso al gasto. El modelo establece relaciones entre inversión, ingreso y ahorro denotando su vinculación con el keynesianismo.

Finalmente nos referiremos a los aspectos teóricos de dos variables que particularmente han caracterizado las crisis devaluatorias sufridas por nuestro país, la **inestabilidad del mercado de cambios** y los **movimientos de capital**.

Como quedó asentado en líneas anteriores, el mercado de cambios se encuentra en equilibrio cuando a un tipo de cambio determinado se igualan las cantidades demandadas y ofrecidas de cambio extranjero, lo que gráficamente ocurre en los puntos de intersección de las curvas de demanda y oferta, pero como recordaremos la curva de oferta presenta quiebros por lo que es muy probable que se presenten varios puntos de equilibrio, lo que presenta algunos problemas así, algunos serán estables mientras que otros no, lo que implica que lo que para un país es benéfico, para el otro no lo es, también se fomentara la especulación y con ellos el uso inadecuado de las divisas.

El retiro del Banco de México del mercado de cambios, que ha constituido de hecho el anuncio oficial de las devaluaciones en nuestro país, al menos las recientes, ha desatado tal volatilidad de dicho mercado que resulta prácticamente imposible identificar un tipo de cambio de equilibrio, es precisamente el estudio de un mercado en tales condiciones lo que constituye el tema de estudio de la estabilidad o inestabilidad, lo importante en estas circunstancias es determinar si existen las fuerzas económicas

---

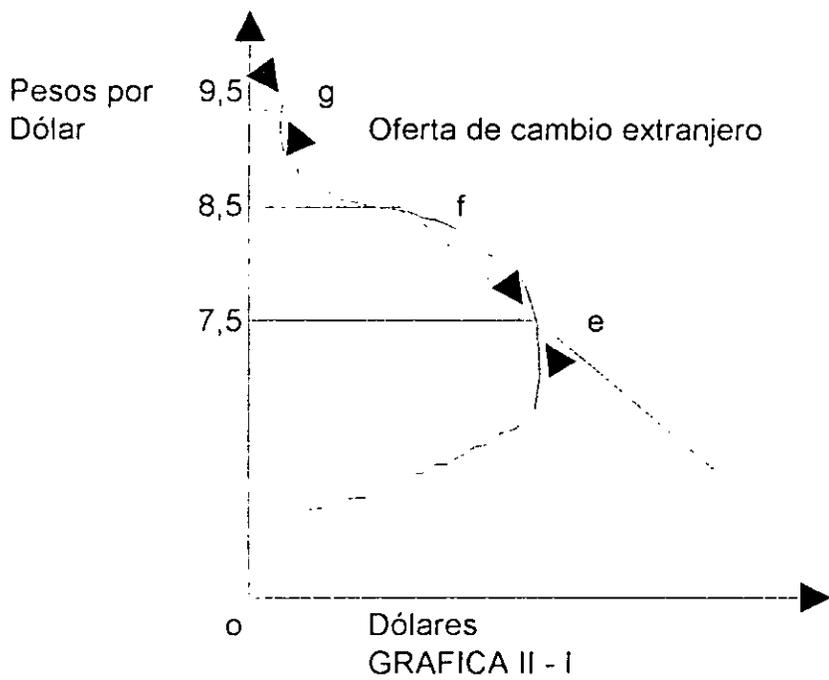
<sup>23</sup> P.T. Ellsworth y J. Clark Leith. " Comercio Internacional ", Editorial Fondo de Cultura Económica. México. 1981. pp. 387.

suficientes que permitan restaurar el equilibrio, de ser así, este será estable en caso contrario inestable, para lo cual será necesario conocer el comportamiento de oferentes y demandantes.

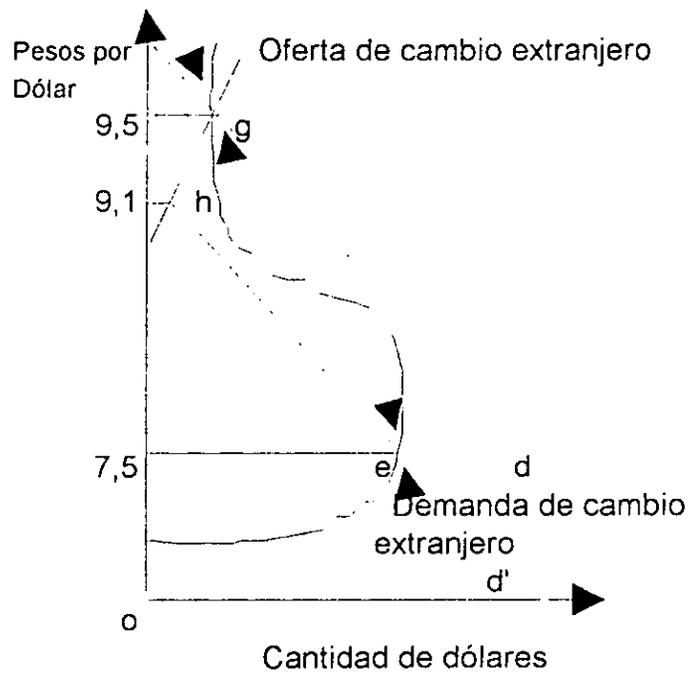
De acuerdo a las leyes de la oferta y la demanda, si la primera ( su cantidad ) es superior a la segunda, la tendencia del tipo de cambio será a caer y viceversa. Recurriendo nuevamente a la exposición del autor que venimos utilizando<sup>24</sup>, utilizaremos la gráfica II-I abajo detallada, en ella hemos identificado los puntos “ e ”, “ f ” y “ g ”, de los cuales “ e ” y “ g ” podemos considerar como estables, es decir, el tipo de cambio tenderá a ubicarse hacia 7.50 pesos por un dólar o hacia 9.50 como lo marcan las flechas en la gráfica, así vemos que el punto “ g ”, es decir 9.50 tenderá a atraer, esto es, incrementándolos , a precios entre 8.50 y 9.50 pesos, y decrementándolos , a los superiores a 9.50; por su parte el “ e ”, esto es, 7.50, tenderá a atraer, esto es incrementándolos, a los precios inferiores a 7.50 y decrementando a los que se ubiquen entre 8.50 y 7.50; de acuerdo a esto el punto “ f ”, es decir, 8.50, es inestable ya que a partir de él o bien disminuyen o bien aumentan ¿ porque ?. Supongamos que al precio 7.5 ( “ e ” ) corresponde una cantidad de 2,400, a 8.50 ( “ f ” ) 1,200 y a 9.50 ( “ g ” ) 500, lo que significa ofertas de 18,000, 10,200 y 4,750 respectivamente, el disminuir el precio en 12% ( de 8.50 a 7.50 ) representa incrementar la cantidad en 76% ( de 10,200 a 18,000 ), siguiendo un razonamiento simple de vendedor me resulta atractivo bajar relativamente poco el precio ( 12% ) si a cambio se incrementa atractivamente ( 76% ) la cantidad; por contra el incremento de 12% ( de 8.50 a 9.50 ) representa una reducción considerable en la cantidad de 53% ( de 10,200 a 4,750 ), siguiendo un razonamiento simple de vendedor, soy mas productivo ( menor cantidad a mayor precio ).

---

<sup>24</sup> Miltiades Chalcholiades, op. cit. pp. 421



En la actualidad la gran mayoría sabe que una de las características del mercado de cambios es la volatilidad, lo que significa que el tipo de cambio esta sujeto a amplias oscilaciones, utilizando los datos de la gráfica II-I supongamos que el incremento en el tipo de cambio de 7.50 pesos por un dólar a 7.60 se interpreta como el inicio de una tendencia al alza esto hará que la demanda se incremente llevando la cotización hasta 9.50 pesos, llegando a este nivel lo mas seguro es que se quiera realizar la ganancia, lo que significaría que los dólares previamente comprados ahora se venden o se ofrezcan, esto hará caer nuevamente la cotización, posiblemente a los mismos 7.50. Como vemos la especulación que busca realizar una ganancia imprime al mercado de cambios una gran volatilidad y con ello como dijimos, grandes fluctuaciones en el tipo de cambio. Para ahondar un poco mas en ello utilicemos la gráfica II-J para lo cual hemos utilizado algunos de los datos de la gráfica II-I, así vemos por ejemplo que subsisten los puntos estables “ g “ y “ e “, solo que el segundo corresponde a un nivel inferior de demanda ( d ’ ) en relación a la original ( d ) por causas imputables no solo a la balanza de pagos, como vemos del punto original “ g “ de 9.50 pesos se pasa ahora al de 7.50 lo que significa que esto se da con una amplia oscilación del tipo de cambio, lo cual obedece al comportamiento de la curva de oferta de dólares, es decir, con quiebros hacia atrás, de presentar dicha curva una pendiente positiva y elasticidad, tal y como se marca en la línea HG el nuevo equilibrio se daría en 9.1 pesos, es decir, con una fluctuación mínima,



GRAFICA II - J

esto nos permite concluir que:

“ estas son algunas de las mas importantes razones por las cuales los tipos de cambio libremente fluctuantes no operan eficientemente en la práctica “<sup>25</sup>.

En cuanto a los movimientos de capital, podemos decir que los de corto plazo, que son los que nos interesan dado su particular impacto en el tipo de cambio, pueden ser de naturaleza estabilizadora o desestabilizadora según coadyuven a ubicar el tipo de cambio en un nivel que podamos considerar de equilibrio o que por el contrario dificulten esta tarea al provocar extrema volatilidad en dicho tipo.

Ciertamente no somos los únicos en padecer los efectos que los movimientos de capital tienen en la economía, baste recordar la experiencia vivida por los países de la Comunidad Europea cuyas monedas fueron sujetas a este tipo de movimientos en septiembre de 1992 y particularmente la última semana de julio de 1993 cuando los especuladores, considerando que era insostenible el estado que guardaba el Mecanismo de Tasas Cambiarias, debido a las diferencias políticas y económicas entre los 12 miembros de la Comunidad, arremetieron contra el franco francés, la corona danesa, el escudo portugués y la peseta española, con tal fuerza que casi destruyen el Mecanismo y forzaron al Consejo de Ministros de Economía de la Comunidad a incrementar la hasta entonces estrecha banda de flotación a 15%. Se calcula que los Bancos Centrales de Alemania y Francia gastaron alrededor de 35 millones de dólares cada uno a fin de capear el temporal. Y que decir del Efecto Dragón que inició en julio - octubre de

<sup>25</sup> Miltiades Chalcholiades. op.cit. pp. 425

1997 y que ha provocado que, de junio 30 de 1997 a enero 12 de 1998, el ringgit de Malasia se haya depreciado en 83.67%, la rupia de Indonesia en 251.02%, el baht de Tailandia en 115.20%, el won de Corea del Sur en 95.36%, el dólar de Singapur en 25.24%, y el yen de Japón en 16.00%.

Pero obviamente, para un país que como México depende en demasía de recursos foráneos, dichos movimientos tienen efectos traumáticos, así vemos que en 1994, las reservas internacionales pasaron de 29,228 millones de dólares en marzo, a 5,854 millones en diciembre, por su parte, la decisión de incrementar el techo de la banda de flotación en 15% el 20 de diciembre de dicho año, no dio los resultados esperados pues aumentó la especulación, siendo necesario que el Banco de México inyectara el 21 de diciembre, la cantidad de 4,543 millones de dólares, en la noche de ese mismo día los sectores representados en el Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento acordaron que la oferta y demanda de divisas determinara libremente el tipo de cambio; el 22 de diciembre el dólar se cotizo en \$5.30.

Los tipos de cambios libremente fluctuantes confían mucho en la acción estabilizadora que ejercen los tipos de cambio a futuro, proporcionando un parámetro de referencia que permita orientar el tipo de cambio a niveles de equilibrio, sin embargo, sus beneficios son cuestionables, así vemos que en nuestro país, en 1985 el Banco de México prohibió la liquidación con pesos fuera del territorio nacional lo que provocó que dejaran de cotizarse los futuros del peso en el Chicago Mercantile Exchange ( lo que se hacía desde 1972 ), esta medida se adoptó porque se identificó a esta cotización como un factor de especulación contra el peso, no obstante, debido a las vicisitudes acarreadas por la devaluación de diciembre de 1994, el Banco de México dio a conocer el 17 de marzo de 1995 el marco normativo de las operaciones de futuros y opciones con bancos a fin de permitir a los agentes económicos nacionales y extranjeros cubrir el riesgo de fluctuaciones en la cotización del peso.

Los comentarios anteriores nos permiten justificar las intervenciones de la autoridad monetaria a fin de moderar los efectos que los movimientos de capital tienen en el tipo de cambio, proporcionando al mercado las divisas cuando la demanda es superior a la oferta y retirándolas cuando la oferta es superior a la demanda, con lo que entramos a otro sistema de tasas de cambio.

Para finalizar este apartado, consideramos conveniente realizar el siguiente señalamiento<sup>26</sup>, hoy día es común que la literatura monetaria y los diversos comentarios referentes a los movimientos que sufre una moneda utilicen términos tales como depreciación o apreciación en lugar de los tradicionales devaluación o revaluación. Lo anterior no es solo cuestión de moda, ya que los primeros se refieren a movimientos graduales en los tipos de cambio, que obviamente son graduales por tratarse de tipos de cambio libremente fluctuantes que se ajustan cotidianamente. En cambio los términos devaluación o revaluación se refieren a cambios importantes en la paridad, de esto se deduce que se refieren a tipos de cambio fijos o prácticamente fijos ( estrecha banda de flotación ), que se alteran por situaciones adversas en balanza de pagos; la paridad fija se encuentra fuertemente respaldada por el banco central, mientras que en la variable se supone que no interviene dicha institución monetaria. Por lo anterior, y dado que difícilmente volveremos al uso de tipos de cambio fijos, tendremos que acostumbrarnos al uso de los términos depreciación y apreciación.

## II.6. TASAS DE CAMBIO FLEXIBLES

Entre la práctica invariabilidad del tipo de cambio característica de los tipos de cambio fijos y la total fluctuación de los tipos de cambio libres, se encuentran los tipos de cambio flexibles, que también podemos ubicar como una opción entre la completa determinación del tipo de cambio por el mercado y los mas estrictos controles de cambios. Al igual que en los tipos de cambio libres, en los tipos de cambio flexibles, el tipo de cambio se determina por el libre juego de la oferta y la demanda pero a diferencia de aquel, en éstos el Estado interviene en el mercado de cambios a fin de moderar las alteraciones bruscas en la paridad derivadas principalmente de los movimientos desestabilizadores de capital.

Lo hasta aquí comentado, nos permite deducir que realmente no existe un sistema de cambios de libre fluctuación, al menos como teóricamente se concibe, ya que como hemos visto, los bancos centrales, llámese FED, Banco de México o Bundesbank, intervienen en el mercado comprando o vendiendo divisas, según sea el caso. Pero esta intervención también se puede llevar a cabo por una agencia creada exprofeso, como lo fueron los Fondos de Estabilización durante los años 30 en Inglaterra, EUA, Francia y otros países. En virtud de que la operación efectuada, ya sea a través de la autoridad monetaria o del fondo responde a los mismos principios, describiremos las del fondo para así aprovechar la ocasión y

---

<sup>26</sup> Sobre este señalamiento se recomienda: Paul R. Kruger, "Economía Internacional", Editorial Mc Graw Hill, 1995, capítulos 14 y 15.

hablar de ellos ya que la crisis devaluatoria del pasado diciembre de 1994 los puso en boga, al menos en nuestro país.

Efectivamente, entre las medidas adoptadas para enfrentar las turbulencias cambiarias ocasionadas por la devaluación mencionada, estuvo la creación de un Fondo de Estabilización Cambiaria, integrado por recursos aportados por EUA y Canadá bajo el Acuerdo Financiero de Norteamérica, de autoridades monetarias de varios países industriales coordinadas por el Banco Interamericano de Desarrollo. Y como el intento de establecer el Fondo de Estabilización del Peso a fines de 1995 en momentos de ataques especulativos, a instancias de empresas altamente exportadoras cuyo valor inicial sería de 5,000 millones de dólares y constituido con aportaciones voluntarias de las principales empresas generadoras de ingresos en dólares, de los bancos y del gobierno federal, con una duración tentativa de 6 meses e integrado por 2 fideicomisos administrados por el Banco de México; sin embargo, los tratados con el FMI en materia de política cambiaria y el compromiso absoluto de impedir la "mano negra" en los mercados (el esquema propuesto equivalía a un pseudocontrol de cambios), disuadieron al banco central a la constitución de dicho fondo.

Fondos de Estabilización. - Para su operación es necesario que cuenten con un volumen considerable de activos, principalmente representados por valores gubernamentales, depósitos bancarios y divisas; dependiendo del volumen y las proporciones de estos activos es que el fondo podrá influir sobre el comportamiento del tipo de cambio, de tal forma que cuando se desea que éste se eleve o impedir que baje, el fondo demanda cambio extranjero en el mercado, cuando se desea que baje o impedir que suba entonces lo ofrecerá. El propósito del fondo es evitar que el tipo de cambio se vea alterado por los movimientos desestabilizadores de capital de corto plazo. Para que los resultados de la operación del fondo sean lo que se espera, será necesario que se mantengan en secreto, de lo contrario los especuladores se anticiparán a dichas operaciones nulificando los resultados esperados.

Los tipos de cambio flexibles se pueden distinguir por la forma y magnitud de la oscilación identificando los siguientes.

a) wide band o de amplia oscilación.- Aquí se aceptan fluctuaciones en el tipo de cambio lo suficientemente amplias para favorecer las operaciones de comercio e inversión, pero no tan amplias como para que introduzcan un elemento de riesgo que desalienten dichas operaciones. Se contemplan

oscilaciones de mas o menos el 10% de la paridad, frente a las de mas o menos el 1 o 2 % en virtud de los acuerdos existentes, de darse movimientos mas amplios en el tipo de cambio se espera que el ajuste se lleve a cabo a través de la variación del gasto. Esto nos recuerda el Mecanismo de Tasas Cambiarias del Sistema Monetario Europeo que antes del 2 de agosto de 1993 permitía fluctuaciones de hasta el 2.25% sobre el Marco y después de esa fecha hasta el 15%; o el Sistema de Bandas adoptado en México el 11 de noviembre de 1991, al firmarse la sexta concertación del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico, en el que se estableció un piso o mínimo de \$3.01512 al tipo de cambio compra y un ajuste diario de 20 cts. en el precio máximo de venta del dólar, incrementado posteriormente a 40 cts., lo que significó el establecimiento del techo máximo de la Banda de Flotación. Fue precisamente el incremento de dicho techo, acordado el 20 de diciembre de 1994 al firmarse la séptima concertación del PECE, de \$3.4712 a \$4.0016, es decir 53 cts. equivalentes al 15% lo que desencadenó la devaluación, ya que tal medida no solo no frenó la salida de capitales, sino que generó tal especulación que al día siguiente el Banco de México se retiró del mercado de cambios dando fin al sistema de Bandas Cambiarias.

b) adjustable peg o control ajustable.- Se trata de un tipo de cambio fijo que como su nombre lo indica se ajusta de cuando en cuando, de hecho es el sistema contemplado por el FMI al que nos referimos anteriormente que permite pequeñas fluctuaciones y ajustes significativos a la paridad solo en casos de desequilibrios fundamentales. Tal forma de operar permite la especulación desestabilizadora que muy posiblemente castigará excesivamente una moneda cuando ésta se encuentre sobrevaluada, es decir, la subvaluará, lo que recíprocamente sobrevalorará otra(s) moneda(s), trasladando la especulación a ésta(s). Como vemos el ajuste nacional de una moneda se transmite a otras, corriendo el riesgo de convertirlo en una crisis estructural y posiblemente del sistema.

c) sliding peg o control variable.- Aquí el tipo de cambio se mueve con libertad pero solo en cuantía limitada en cada período, lo que desalienta la actividad de los especuladores, mas aun si la tasa de interés de corto plazo se mantiene por encima de la del centro financiero. Este sistema constituye una alternativa moderada entre el ajuste a través de la variación del gasto, mas la integración a través de la confianza en los valores internacionales ( tasa de interés ) y la limitación al mismo tiempo de la especulación desestabilizadora. Una sugerencia podría ser limitar la variación, con respaldo en divisas, en 1/6 % mensual o en un 2% anual. Lo anterior nos recuerda, de alguna manera, los deslizamientos de

los tipos de cambio libre y controlado de 13, 17 y 21 cts. al interior del sistema múltiple de control de cambios instaurado el 20 de diciembre de 1982.

## CAPITULO III. LA EXPERIENCIA EN MEXICO.

### III.1.- ANTECEDENTES

#### III.1.1.- 1954 - 1976 TIPO DE CAMBIO FIJO.

La escena económica nacional, previa a la devaluación de 1954<sup>27</sup>, está dominada principalmente por los efectos favorables y desfavorables de la Guerra de Corea, así vemos que en 1950 - 1951 el inicio de dicha guerra provocó una gran demanda de nuestras exportaciones lo que se tradujo en incrementos reales del PIB (8% promedio anual) y de las reservas internacionales apoyadas estas tanto por el superávit en cuenta corriente como por la entrada de capitales que buscaron refugio, a su vez esto se resintió en la base monetaria la cual creció aproximadamente en 37 y 13%, por ende los precios también aumentaron en alrededor del 9 y 24% contra 4 y 11% en EUA.

Por contra en 1952 - 1953 observamos que la desaceleración de la guerra y la recesión en EUA se tradujo en una drástica disminución de la demanda de nuestras exportaciones lo que aunado a la repatriación de los capitales que previamente habían llegado provocó que nuestras reservas internacionales disminuyeran en esos dos años en 19%, por su parte las autoridades tomaron las medidas pertinentes a fin de que la oferta monetaria resintiera lo menos posible los efectos de dicha disminución de modo que esta tuvo un incremento de aproximadamente 4 y 7% y por lo tanto los precios crecieron modestamente (alrededor de 4 y 2%).

Nuestro déficit con el exterior en 1952 y 1953 se deterioró aun mas en el primer trimestre de 1954 ya que la recuperación de nuestra economía (segundo semestre de 1953), se tradujo en un incremento de las importaciones, así mismo la inflación interna restó competitividad a nuestras exportaciones, viéndose estas disminuidas, además los temores desatados por esta situación originó fuga de capitales en los primeros días de abril de 1954.

Así las cosas, el 17 de abril de 1954, Sábado de Gloria, el Gobierno anunció la nueva paridad de \$12.50, el peso se había devaluado en 45%. Desde luego esta medida contó con la anuencia del FMI y resultó sorpresiva para muchos porque se anunció directamente, es decir, se omitió el período de flotación característico de experiencias previas, 1932-1933, 1938-1940, 1948-1949; además de considerarse

---

<sup>27</sup> Ernesto Fernández Hurtado, comp. "Cincuenta años de banca central. Ensayos conmemorativos". Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1976, pp. 98.

adecuado el nivel de reservas existentes y contarse con líneas secundarias. No obstante, las autoridades recurriendo a estos dos últimos argumentos, aunada a la estable situación financiera mundial consideraron que era más fácil determinar el nuevo tipo de cambio de equilibrio.

Sin embargo, lo importante de la devaluación de 1954 es que estuvo acompañada de algunas medidas complementarias que la identificaron a nivel mundial como “devaluación a la mexicana” entre estas tenemos las proyecciones que el Banco de México hizo de los efectos que la nueva paridad tendría en la economía; se dejó que la balanza de pagos proporcionara los medios de pago necesarios para dinamizar la demanda agregada y la economía, en vez de generarlos vía el crédito, además esto permitiría que las reservas internacionales se ubicaran en niveles que permitieran sostener la nueva paridad por un largo tiempo; se evitaron los déficit fiscales inflacionarios; se mantuvo la convertibilidad ilimitada; se reglamentaron las operaciones a futuro; se apoyo a los bancos a fin de garantizar la liquidez del sistema bancario dada la fuga de capitales provocada por la devaluación; se intervino en el mercado de valores para evitar que los valores financieros fueran objeto de especulación; si bien se limitaron las importaciones también se favorecieron las prioritarias.

Obviamente, con la adopción de estas medidas se buscaba dinamizar la economía, restablecer el equilibrio de la balanza de pagos, minimizar los efectos de la devaluación en los precios. De esta manera se sentaban las bases para lo que se conocería como el “milagro mexicano” o el “Desarrollo Estabilizador”.

La mayoría de los resultados de las medidas adoptadas a raíz de la devaluación no se dejaron sentir pronto, en opinión de Antonio Gómez Olivier<sup>28</sup> estos se ubican a partir de 1957, para fines de esta exposición adoptaremos este criterio, por eso identificaremos un Periodo de Estabilidad que en términos generales comprende los años 1957-1970, y si bien la paridad se mantuvo fija hasta 1976, es a partir de 1971 cuando los resultados empiezan a diferir y con ello la política económica, particularmente a partir del segundo semestre de 1972 que culminó en 1976 con la devaluación, por eso al período 1971-1976 lo identificaremos como de Desequilibrio Económico.

---

<sup>28</sup> Antonio Gómez Olivier, “Políticas Monetaria y Fiscal”, Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1981.

Utilizando la exposición de dicho autor, enriquecida con otros comentarios, procederemos a identificar lo mas relevante de las políticas monetaria, fiscal, financiera y de comercio exterior, ya que el tipo de cambio esta determinado de manera importante por ellas.

## PERIODO DE ESTABILIDAD

Este periodo se caracteriza obviamente por la estabilidad cambiaria y por la fuerte correlación entre las políticas antes mencionadas en especial por el fuerte control en materia monetaria y fiscal, se observan tasas elevadas de crecimiento de alrededor de 6.5% como promedio anual, combinado con tasas de inflación bajas, 4% anual promedio, que promovieron el desarrollo económico. Por lo que hace a la **Política Monetaria**, como recordaremos cuando hablamos de la teoría cuantitativa, es necesario considerar el efecto combinado de la cantidad de dinero en circulación con su velocidad, por eso el comportamiento moderado y relativamente constante de la oferta monetaria, distintivo de este periodo, es el resultado combinado de una tasa de expansión de la base monetaria que se puede considerar elevada y contracciones importantes del valor del multiplicador. Asimismo el análisis de las fuentes de la base monetaria indica fuertes expansiones del crédito interno del Banco de México (20% anual) y contracciones importantes de las reservas internacionales (16% anual), que dicho sea de paso perdieron importancia como financiadoras del déficit comercial. La expansión del crédito antes referida fue la respuesta de las autoridades a la necesidad de dinamizar la economía en virtud de la ausencia del estímulo derivado de nuestras exportaciones a EUA.

El autor señala<sup>29</sup> una correspondencia bastante estrecha entre las variaciones de las tasas de crecimiento anuales tanto del producto a precios corrientes como de la oferta monetaria, esta última determinada por su similar de la base monetaria. El período 1957 - 1966, corrobora la relación inversa entre las partes interna y externa de la base monetaria, salvo 1963 y 1964 en que la demanda externa y la capacidad de financiamiento bancario interno permitieron el crecimiento de ambas variables favoreciendo así tasas altas de crecimiento económico. En los años 1966 - 1970 los valores de la tasa de crecimiento de la parte interna de la base son bastante moderados, al tiempo que la parte externa de la base aumenta continuamente, aun cuando a un ritmo un tanto menor y las tasas de crecimiento económico son constantes.

---

<sup>29</sup> Antonio Gómez Olivier, op. cit., pp. 71.

Por otro lado, el manejo de las **Políticas Fiscal y Financiera** por parte de las autoridades discrepó con la generalidad de los países latinoamericanos (impuestos y crédito interno) apoyadas por el espectacular desarrollo del sistema financiero (activos, crédito, estructura de pasivos, etc.) en virtud del fomento del ahorro privado (pasivos no monetarios) vía tasas de interés reales, liquidez de los valores, constancia en el tipo de cambio, pero también la captación por parte del gobierno de gran parte de este ahorro por medio del encaje legal, que le permitió financiar su déficit fiscal, sobre todo en 1963-1970. Esta forma de financiar dicho déficit, aunado al control ejercido sobre el gasto público para prevenir expansiones excesivas de la demanda, fueron los factores que definieron la política fiscal en todo el periodo.

El autor señala<sup>30</sup> un 22.3% de tasas de crecimiento anual promedio en el periodo 1959-1969 de los valores de renta fija en poder de empresas y particulares, lo que permitió aumentar el financiamiento real disponible tanto al sector público como al privado a una tasa del 13% por año como promedio anual; y el hecho de que el superávit fiscal se observa hasta 1960, a partir de 1963 el gobierno lo financia con recursos del sistema bancario y no con crédito interno del Banco de México ya que la tasa de expansión de la oferta monetaria es moderada, lo que asegura la estabilidad relativa de precios, es decir, a partir de ese año se configura la política de estabilidad mexicana. Insistimos, las autoridades optaron por financiar su déficit fiscal vía encaje legal, lo que aunado al ahorro privado definió el comportamiento del multiplicador monetario al que ya nos hemos referido.

Es importante mencionar el comentario del autor respecto a los gastos de capital del gobierno que en 1957-1962 recibieron poca atención, pero en 1963-1970 se incrementaron, así como a las opiniones encontradas respecto a su papel dinamizador de la economía, importante porque a partir de 1970 y hasta 1982 implicarán una participación considerable del sector público en la economía. Gómez Olivier afirma “ podemos afirmar que la política general de estabilidad del periodo 1957-1970 tuvo dos fases bien definidas: una durante los años 1957-1962 y la otra 1963-1970, esto es, a pesar de que el objetivo de “crecimiento con estabilidad “ dominó durante toda esa etapa, los instrumentos de política monetaria, fiscal y financiera fueron utilizados en forma diferente en cada uno de los dos subperiodos mencionados”<sup>31</sup>.

En cuanto al **Sector Externo**, en el que también se identifican los dos subperiodos ya mencionados, el autor sigue observando, que en el primero de ellos la demanda de nuestras exportaciones por parte de

---

<sup>30</sup> Antonio Gómez Olivier, *op. cit.*, pp.86.

<sup>31</sup> *Ibidem*, pp. 104.

EUA fue muy débil, lo que obligó a las autoridades a inyectar liquidez (crédito interno) a la economía para activarla, lo cual ya fue asentado; asimismo, las reservas internacionales mostraron una tendencia a disminuir lo que obligó a las autoridades a restringir las importaciones, favoreciendo su sustitución. Dada la dependencia de nuestras exportaciones del nivel de ingreso de EUA, en el segundo subperiodo 1963-1970, la recuperación del crecimiento de ese país, se tradujo en un incremento de la demanda de nuestras exportaciones lo que facilitó las divisas que equilibraron la balanza de pagos y por lo tanto la política monetaria se tornó mas conservadora, desde luego esto incidió sobre las reservas y los precios. Asimismo se liberaron las importaciones, excediendo la inversión interna al ahorro interno, lo que se tradujo en déficits de la cuenta corriente, sin embargo, esta brecha se financió con ahorro externo, es decir préstamos del exterior, principalmente de instituciones oficiales, por su parte, el manejo discrecional del crédito interno anotado en líneas anteriores permitió el equilibrio externo.

Por lo que hace al tipo de cambio de equilibrio se diferencian 4 periodos, el posterior a la devaluación que deja el tradicional "colchón" de subvaluación, mismo que se absorbe hasta 1957, año que se puede considerar como de equilibrio; de 1958 a 1962 la sustitución de importaciones que tiene mas fines de control sobre las importaciones que de integración industrial, repercute sobre el nivel general de precios y los lleva a crecer mas que los externos; pero la limitación del crédito interno practicada entre 1964-1970 permite nuevamente que la relación entre precios externos e internos se mantenga pudiendo identificar la paridad de equilibrio en valores cercanos a 12.50 pesos por un dólar, "esta constancia relativa de la paridad de equilibrio indica rotundamente que la estrategia basada en la expansión de la captación de ahorro externo representó condiciones de equilibrio y no de desequilibrio externo"<sup>32</sup>.

## EL PERIODO DE DESEQUILIBRIO ECONOMICO

A finales de 1970 se inicia un nuevo sexenio, como es normal esto trajo aparejada cierta incertidumbre lo que se reflejó en disminuciones de gasto de capital del sector público y baja inversión del sector privado, este comportamiento parece característico en tiempos en que la economía mexicana se definía como una economía cerrada, pero además recordemos que en agosto de 1971 EUA declara la inconvertibilidad del dólar lo que rompe con el sistema de paridades relativamente fijas establecido en Bretton Woods, se conjugan así una serie de elementos que dan origen al fenómeno conocido como la "atonia", además la necesidad de emprender proyectos de infraestructura, equilibrar la distribución del

---

<sup>32</sup> Antonio Gómez Olivier, op. cit., pp. 118.

ingreso, atender el desempleo, etc., dieron origen a una política expansiva ( 2º semestre de 1972 ) que difería radicalmente con lo que hasta entonces se había practicado, se iniciaba así el “Desarrollo Compartido”.

En cuanto a la **Política Monetaria y Sector Externo** y prosiguiendo con lo señalado por el autor<sup>33</sup>, de un comportamiento moderado de la oferta monetaria característico del Periodo de Estabilidad, se pasó a uno francamente expansionista y dado que el valor del multiplicador es errático ya que por un lado se incrementa al preferir el público tenencias en cuentas de cheques sobre ahorro, en virtud de la ausencia de una tasa de interés real, por otro disminuye dado el elevado nivel del encaje legal; de modo que la expansión antes referida se da en la base monetaria, específicamente el crédito interno. Frente a una tasa de expansión anual de la base monetaria de 10% en 1970 y 1971, vemos una de 30% en 1971 - 1976, así mismo dicho crédito representó el 80% de la base, también es indicativo el hecho de que por ejemplo en 1976 el financiamiento otorgado por el Banco de México al Gobierno fue 20 y 10 veces mayor que el otorgado por dicho Banco a las empresas y particulares y a los bancos respectivamente. El impacto en los precios es evidente si consideramos que la inflación interna fue 2 y 3 veces superior a la mundial en 1975 y 1976, con todo y que a partir de 1973 se inicia el “boom” en los precios de las materias primas lo que tendió a oscurecer los efectos de la política expansiva, pero es innegable que nuestra inflación tenía su inercia propia.

La tremenda absorción de recursos, no solamente vía crédito interno, sino también encaje legal, dejó al sector privado sin los necesarios para realizar inversiones productivas lo que afectó el ritmo de crecimiento económico a lo que se aunó la falta de competitividad ( por la inflación interna ) que favoreció las importaciones en detrimento de las exportaciones, así la balanza en cuenta corriente acusó un déficit que creció de 1972 a 1973 en más de 40%, de 1973 a 1974 más del 70%, de 1974 a 1975 más del 35%<sup>34</sup>, de representar el 1.8% del PIB como promedio entre 1955 - 1971, pasó a representar el 4.8% en 1975; estos déficits fueron saldados mediante el endeudamiento externo, desde luego del sector público, que entre 1973 y 1975 mostró una tasa de crecimiento anual promedio de 71% en términos nominales y 59% en términos reales, lo que de paso explica el incremento de las reservas internacionales entre 1970 y 1975. En 1976 cuando ya no fue posible obtener más financiamiento sobrevino la devaluación.

---

<sup>33</sup> Antonio Gómez Olivier, op.cit., pp. 139.

<sup>34</sup> Ibidem, pp. 153.

Dado que el endeudamiento externo permite mantener las reservas internacionales y por lo tanto la oferta monetaria, esto tiende a presionar a los precios internos y con ello a sobrevaluar el peso, sobre todo a partir de 1973 y particularmente en 1974 y 1975 alejándose por lo tanto de aquella paridad de equilibrio cercana a los 12.50 pesos por un dólar antes referida, así las cosas, la devaluación de 1976 constituye el instrumento para restaurar el equilibrio existente entre precios internos y externos, al respecto el autor concluye diciendo que “ los grandes incrementos del financiamiento otorgado por el banco central al gobierno, a partir de mediados de 1972, constituyeron la causa fundamental del proceso de desequilibrio externo observado desde 1973 hasta 1976, lo que, a su vez, hizo necesaria la devaluación del peso ”<sup>35</sup>.

Por lo que hace a la **Política Financiera y Fiscal**, de la lectura del autor al que nos venimos refiriendo, se desprenden los siguientes comentarios, el otrora espectacular comportamiento del sector financiero se vió severamente afectado por las tasas de interés reales negativas y por la absorción de recursos por parte del gobierno vía encaje legal, lo cual ya asentamos, y si a esto aunamos la polarización, resulta fácil entender porque la tasa de crecimiento anual promedio del financiamiento bancario real paso de 13% en 1959-1970 a 5.2% en 1971-1976, esta falta de recursos disponibles a la iniciativa privada obviamente afectó mas a las pequeñas y medianas empresas que además generan un volumen considerable de empleo, es decir, el objetivo de mejorar la distribución del ingreso se vió truncado.

Si bien podemos afirmar que en el Periodo de Estabilidad, la política monetaria definió la fiscal, en este periodo, la fiscal determinó la monetaria, es decir el excesivo gasto del gobierno (gobierno federal, organismos y empresas del Estado) originó la política expansiva a la que ya hemos hecho alusión junto con sus efectos ( precios, crecimiento económico, balanza de pagos, distribución del ingreso, etc. ). Así vemos que el gasto público en términos reales aumenta en mas de 2 veces entre 1971-1976 y en términos nominales casi 5, y generó un déficit fiscal que subió de poco mas de 4,000 millones de pesos en 1970 a mas de 18,000 millones en 1976, a precios de 1960. Vale recordar la falta de consenso en cuanto al papel que juegan estos como dinamizadores de la economía.

Así las cosas después de 22 años de paridad fija, el 31 de agosto de 1976 se anunció una política de flotación de la moneda, el 3 de septiembre el dólar se cotizo en \$20.60 en el D.F. cerrando el año en \$19.95, las razones que se argumentaron fueron que dada la sobrevaluación del tipo de cambio nuestras

---

<sup>35</sup> Antonio Gómez Olivier, op.cit., pp. 159.

exportaciones perdían competitividad y recíprocamente las importaciones aumentaban lo que atentaba contra la balanza de pagos, como hemos visto, en realidad lo que estaba detrás era un déficit comercial de 4,500 millones de dólares y una deuda externa de 20,000 registrados en 1976.

### III.1.2.- 1977 - 1982 TIPO DE CAMBIO CON FLUCTUACION ALTA

A fin de reseñar este periodo nos referiremos a René Villareal<sup>36</sup>, él menciona que ante la devaluación antes descrita México tuvo que suscribir un Convenio de Facilidad Ampliada con el FMI (1977-1979) en el que se impusieron las clásicas medidas monetaristas de ajuste (déficit público, crédito interno, deuda externa, eliminación de controles de precios, liberación del comercio internacional, reducción de la participación del estado en la economía, etc.), mismas que fueron aplicadas hasta el primer semestre de 1978, porque a partir del segundo las ventas de petróleo al exterior otorgaron mayor facilidad en el manejo de la política económica impulsando la economía de modo que en el periodo 1978-1981 el producto global registra un crecimiento real de alrededor de 8%, las divisas provenientes del petróleo se utilizan para financiar el desequilibrio con el exterior a la vez que nos ayudan a obtener mas financiamiento externo.

De lo anterior se infiere que las petrodivisas se utilizaron como mero instrumento de ajuste, en lugar de una palanca de desarrollo, es decir condujeron al país a la petrodependencia externa y de paso a la desustitución de importaciones ya que de un pretendido proceso gradual de racionalización del proteccionismo se pasó a una liberación comercial, cita el autor<sup>37</sup> que de 1976 a 1981 la participación de las importaciones en la oferta total se elevó de 18.6 a 22.6% en bienes intermedios, de 45.2% a 50.7% en bienes de capital y de 5.6 a 12.3% en bienes de consumo. Llegó a ser tal la importancia del petróleo que en 1978 el Banco Mundial consideró la posibilidad de que México se convirtiera en exportador neto de capitales, vemos si por ejemplo que en 1981 el petróleo representa el 7% del PIB, 2 terceras partes de las exportaciones de mercancías, el 50% de los ingresos de divisas y el 25% de los ingresos tributarios totales del gobierno federal, de 1976 a 1981 se obtuvieron 28,594 millones de dólares por ventas de petróleo, sin embargo el déficit en cuenta corriente fue de 39,636 millones lo que nos da una idea de la magnitud del déficit de la balanza manufacturera que a su vez nos remite a la desustitución de importaciones referida, pero también al déficit de la balanza de servicios financieros (26,394 millones de

<sup>36</sup> René Villareal, " Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México: Un enfoque neoestructuralista (1929-1988). Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1988, pp. 391.

<sup>37</sup> Ibidem. pp. 400.

dólares), y de paso a la fuga de capitales (20,188 millones de dólares); estas cifras nos ayudan a entender el origen de la crisis de 1982.

En cuanto a la política cambiaria cita el autor “ durante mucho tiempo se hizo de la paridad fija del peso con el dólar un fin en si mismo, es decir, un objetivo de política mas que un instrumento “<sup>38</sup>. Efectivamente, todo parece indicar, y para esto recordemos lo mencionado cuando hablamos de los tipos de cambio fijos, que cuando se opta por mantener el tipo de cambio en un determinado nivel como se hizo de 1954 a 1976, todas las variables de la economía tienen que supeditarse a mantener dicha estabilidad, obviamente cuando el peso inicia su proceso de sobrevaluación a partir de 1972, esto significa, como ya lo referimos también, que las importaciones resulten mas baratas, por lo barato que resulta el dólar, afectando con ello la estructura de la economía. Sin embargo a partir de la devaluación de 1976, y con la adopción de un sistema de flotación regulada, el tipo de cambio se torna en un medio, de modo que se busca coordinar las políticas cambiaria, fiscal y de tasas de interés, no obstante, de 1979 a 1981 se retrasan los ajustes del tipo de cambio lo que incidirá en la crisis de 1982.

Las políticas de precios y salarios se conjugaron a fin de fortalecer la capacidad adquisitiva de la población mediante controles de precios y fomento a la producción de bienes básicos y por otro se permitió que cada sindicato negociara con la empresa de acuerdo a la capacidad económica de esta. En cuanto a la política monetaria observamos el ofrecimiento de tasas de interés de corto plazo encaminadas a mantener los capitales dentro del país, esto es evitar la dolarización, por su parte las de largo plazo buscaron fomentar el ahorro al ubicarse por arriba de la inflación; asimismo se propició la recaudación de recursos disponibles para inversiones productivas de largo plazo mediante instrumentos de la misma índole. En 1978 se emiten los cetes. No obstante lo anterior, la demanda de crédito superó al ahorro por lo que la base monetaria tuvo que incrementarse, efectivamente, vemos un crecimiento excesivo de la demanda agregada de 10.2% anual en el periodo 1979-1981 en el que sin lugar a dudas el gasto del sector público tuvo mucha influencia, tanto por lo que se refiere a los de capital como los corrientes, vemos así que el autor<sup>39</sup> señala un crecimiento real de la inversión fija bruta del sector público de 27.9% en 1978 y de 16.4% en 1979, y del consumo de 6.5% y 12.6% respectivamente, si a esto aunamos la insuficiencia de los ingresos públicos tenemos que el déficit fiscal fue superior al establecido en el Programa de Facilidad Ampliada.

---

<sup>38</sup> René Villarcal, op. cit., pp. 395.

<sup>39</sup> Ibidem. pp. 398.

Por lo que hace al endeudamiento externo, recordemos que hasta 1980 la banca privada internacional otorgó muchas facilidades para la concesión de crédito dada la abundante liquidez en los mercados internacionales originada por los petrodólares de modo que a México se le ofrecieron recursos abundantes y a tasas más favorables que las del mercado, vemos así que en el periodo 1977-1981 el incremento de la deuda externa fue de alrededor de 40,000 millones de dólares terminando 1982 con 92,408 millones de dólares; es importante recordar que a partir del segundo semestre de 1981 las tasas de interés internacional se incrementan como resultado de las medidas adoptadas por las naciones industrializadas encaminadas a abatir la inflación. De acuerdo a lo anterior asentamos las causas que el autor identifica del desequilibrio externo<sup>40</sup>: Macroeconómicas: crecimiento acelerado de la demanda agregada y sobrevaluación del tipo de cambio. Estructurales: inadecuadas estrategias y políticas de industrialización y comercio exterior que condujeron a una ineficiente apertura externa. Internacionales: carga creciente de la deuda externa, dolarización del sistema financiero y la crisis internacional dada la perversa conjunción del incremento de las tasas de interés y la baja en los precios del petróleo.

No cabe duda que 1982 fue un año de pesadilla, de los peores que registra la historia contemporánea de nuestro país, veamos. Durante las primeras semanas de 1982, el tipo de cambio continuó el deslizamiento controlado de 2 centavos diarios, el **17 de febrero** la cotización era de \$27.01; dada la especulación resultado de la crítica coyuntura externa y de condiciones internas ese día el Banco de México anunció su retiro temporal del mercado de cambios a fin de que la oferta y demanda determinaran el nivel de la cotización, al día siguiente el dólar se cotizó a \$38.35 y el 24 de marzo a \$45.75, a partir de esta fecha y hasta los primeros días de agosto se empezó a deslizar 4 centavos diarios ya que las autoridades consideraron que había encontrado su nivel. Sin embargo a fines de marzo se anunciaron aumentos salariales y se evidenció la dificultad de reducir el déficit público lo que atizó las expectativas inflacionarias y por ende la especulación, de modo que el **5 de agosto** se anunció un sistema cambiario múltiple ( dual ) al establecer un tipo de cambio preferencial de \$49.13 destinado a atender necesidades de divisas relacionadas con operaciones de alta prioridad económica y social mismo que se deslizaría 4 centavos diarios; y otro libre sujeto a las fuerzas del mercado el cual se ubicó en \$75.33. Sin embargo este sistema motivo sorpresa e incertidumbre provocando que el **12 del mismo mes** se cerrara el mercado cambiario fijándose una paridad de \$69.50 aplicable a los depósitos en moneda extranjera convertibles a moneda nacional ( mexdólares ), asimismo se anuncia la suspensión de pagos. Inmediatamente el mercado paralelo ( negro ) determinó una paridad de \$150.00. El **19 de**

---

<sup>40</sup> René Villarcal. op. cit., pp. 415.

agosto al anunciarse la reapertura del mercado cambiario se reconocieron 3 tipos de cambio, el preferencial de \$49.49 con las características ya descritas, el libre de \$114.78 (promedio) y el especial \$69.50 para los mexdólares, no obstante los movimientos especulativos persistieron y el 1 de septiembre en el sexto informe de gobierno el Presidente José López Portillo anunció el establecimiento del control generalizado de cambios, entre 1980 y 1982 habían salido del país alrededor de 50,000 millones de dólares. El Banco de México determinó dos tipos de cambio para todo el país, el preferencial \$50.00 para importaciones autorizadas y pago de intereses y el ordinario \$70.00.

Al entrar la administración del Presidente Miguel de la Madrid, y como parte de la estrategia del Plan Inmediato de Reordenación Económica, el control generalizado de cambios se modificó a partir del 20 de diciembre y se establecieron los siguientes tipos de cambio: controlado \$95.10 sujeto a un deslizamiento diario de 13 centavos aplicable a importaciones y exportaciones autorizadas, gastos de maquiladoras, pagos de capital e intereses de deuda, etc.; especial \$70.00 para obligaciones de pago en mexdólares sujeto a un desliz de 14 centavos diarios y el libre que al abrir el mercado se situó en \$150.00.

### III.1.3.- 1983 - 1987 TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE

Continuando con la lectura de René Villareal se desprenden los siguientes comentarios, dada la crisis de 1982, las prioridades se centraron en abatir la inflación, la inestabilidad cambiaria y la especulación desestabilizadora para lo cual se instrumentó el Plan Nacional de Desarrollo que se abocó a la reordenación económica y al cambio estructural, a su vez la primera se expresó en el PIRE. En cuanto a la política fiscal, esta se orientó a sanear la cuenta pública, disminuyendo los gastos e incrementando los ingresos, por lo que hace al gasto se orientó a mitigar los efectos adversos del ajuste en las clases más necesitadas y en cuanto a los ingresos se ajustaron los precios de los bienes y servicios del sector público y se impusieron tasas más progresivas.

Por su parte la política comercial se tradujo en una mayor apertura al exterior vinculando el crecimiento económico al dinamismo de las exportaciones no petroleras, lo que combinado con un tipo de cambio subvaluado que alentó al exportador y propició la entrada de divisas necesarias para la planta productiva, se tradujo en un superávit comercial de 13,800 millones de dólares en 1983, destacando el dinamismo de las exportaciones manufactureras que crecieron en 60.9%. Asimismo, en dicho año el

déficit fiscal se ubico en 8.9% del PIB contra el 17.6% de 1982, además, el crecimiento del INPC fue de 80.8% en comparación con el 98.8% del año anterior. No obstante los logros anteriores el autor señala<sup>41</sup> retrocesos en PIB (5.3%), inversión bruta fija (27.9%), demanda interna (10.7%) y empleo (1.5%), por lo que a partir de la segunda mitad de 1984 se decide reactivar el crecimiento económico mediante la expansión del gasto público, el desaceleramiento del desliz del tipo de cambio y la reducción de las tasas de interés.

Estas medidas “sobrecalentaron” la economía de modo que a mediados de 1985 tenemos un déficit financiero superior a la meta anual propuesta, sobrevaluación de la moneda, tasas nominales de interés menores a la inflación y a las exteriores, por lo que nuevamente se introducen ajustes a la economía consistentes en: “reducción del gasto corriente de la administración pública; aumento del encaje legal a niveles del 90%; nuevos incrementos a las tasas pasivas de interés; se retomó la política de un tipo de cambio realista congruente con la intención de fomentar las exportaciones industriales no petroleras”<sup>42</sup>.

Para 1986 los avatares de la economía tienen su origen en el exterior, así vemos que la caída del precio del petróleo en julio de ese año a 8.6 dólares el barril se tradujo en una disminución de los ingresos por exportaciones por aproximadamente 8,500 millones de dólares lo que obligó a un ajuste recesivo que se manifestó en una contracción de la demanda agregada real de 4.4%, particularmente el consumo cayó en 4.6% y la inversión fija bruta pública y privada en 16.85 y 8.8% respectivamente, lo mismo sucedió con el PIB (-3.8%). Asimismo el tipo de cambio controlado se devaluó 140% lo que de alguna manera ayudó a que las exportaciones aumentaran 5.2%, no obstante la pérdida de los 8,500 millones de dólares derivó en un déficit en cuenta corriente de 1,270 millones de dólares. Por su parte la inflación registró un incremento de 106% y las tasas de interés 25 puntos respecto al año anterior, el déficit financiero del sector público se ubicó en 16.3% del PIB.

Vemos así el anuncio de ajustes al presupuesto público, la continuación de la venta o liquidación de empresas estatales y de la aplicación realista de la política de precios y tarifas del sector público, fortalecimiento de la estructura tributaria, la vigencia de la restricción crediticia y del manejo flexible y realista de la tasa de interés y del tipo de cambio, la reducción de los controles cuantitativos a las importaciones y la intención de ingresar al GATT. Esta estrategia económica se sustenta en el Programa de Aliento y Crecimiento cuyo objetivo era reactivar la economía en un marco de estabilidad de precios.

---

<sup>41</sup> René Villarcal. op. cit., pp. 425.

<sup>42</sup> Ibidem. pp. 429.

En julio de 1986 se firma la Carta de Intención para un convenio del tipo Stand By con el FMI por el periodo correspondiente a los siguientes 18 meses.

1987 se inicia con mejores perspectivas dado el incremento en los precios del petróleo, la renegociación de la deuda externa, la tendencia creciente de las exportaciones, el monto alcanzado de las reservas ( 13,000 millones de dólares ) y el atractivo rendimiento ofrecido por la Bolsa de Valores ( 500 y 700% en el periodo enero-septiembre ), pero junto a estos aspectos relevantes se observa una reducción de las tasas de interés nominales de 8 puntos de enero a octubre y del desliz cambiario que pasa de 7% como promedio en 1986 a 5% en octubre de 1987, asimismo, la inflación acumulada dic'86-oct'87 se elevó a 109%, visiblemente mayor al 78.6% observada en el periodo dic'85-oct'86, si a esto aunamos la caída de las Bolsas de Valores en el mundo en octubre de 1987, que llevó a la BMV a registrar el índice mas bajo el 17 de noviembre, tenemos un cambio en el portafolio de inversión que privilegio la demanda de dólares, provocando una fuga de capitales de entre 3,000 y 3,500 millones de dólares que obligó al Banco de México a retirarse del mercado cambiario el 18 de noviembre dada la presión ejercida sobre dicho mercado, no obstante que las reservas eran de alrededor de 10,000 millones de dólares; así el tipo de cambio libre se devaluó en 32% (de \$1,700 a \$2,275), llegando al día siguiente a \$2,400 (41% de devaluación), por su parte el tipo de cambio controlado continuó con su deslizamiento anterior, esta diferencia en los tipos de cambio provocó, como cita el autor “ mantener atractiva la compra de activos denominados en dólares y la propia polarización de la economía; estimular la sobrefacturación en importaciones y subfacturación en exportaciones, además de frenar la entrada de dólares por exportaciones; incrementar la dolarización por las expectativas de devaluación en el tipo de cambio controlado”<sup>43</sup>. En virtud de lo anterior, el 14 de diciembre el tipo de cambio controlado se devaluó en 22% para llegar a \$2,200 acelerando la inflación, la dolarización y las expectativas de una mayor devaluación y finiquitando así un programa que buscaba estabilizar la inflación. Dado el riesgo de incurrir en una hiperinflación se instrumenta el Pacto de Solidaridad Económica mismo que se da a conocer el 15 de diciembre de 1987.

Como vemos el periodo 1983-1987 se caracteriza por los ajustes recesivos y alta inflación (en 1987 creció en 159%), estos ajustes significaron una reducción importante en las importaciones, de 24,000 millones a 12,000 millones de dólares, que combinado con el incremento en las exportaciones, básicamente manufactureras, se tradujo en una disminución paulatina del déficit comercial

---

<sup>43</sup> René Villarcal, op. cit., pp. 446.

manufacturero y la obtención de un pequeño superávit en 1987, si bien el mencionado incremento en exportaciones obedece a la existencia de capacidad ociosa dada la contracción de la demanda, a salarios reales decrecientes, y a la subvaluación del tipo de cambio que muestra deslizamientos de 13, 17 y 21 centavos diarios e incluso variables. Pero este castigo en las importaciones se tradujo en una contracción de la inversión de 30% del PIB en 1981 al 18% en 1986 y por lo tanto del PIB en 3.4% (1981-1986).

Asimismo en este periodo se da (1984-1985) lo que el autor identifica como la gran reestructuración<sup>44</sup>, ya que se reestructuran 48,700 millones de dólares lo que sentó un precedente por los montos involucrados, tasas, comisiones y plazos, así al sustituirse la Prime Rate por la Libor, se obtuvo un ahorro de más de 5,000 millones de dólares, al tiempo que se buscan otras formas para aligerar la carga que representa la deuda externa tales como capitalización de pasivos, sustitución de deuda pública por inversión, el bono cupón cero, etc. Para darnos una idea del peso de la deuda, conviene citar las cifras que da el autor<sup>45</sup> respecto al pago de intereses en el periodo 1982-1986, que fueron de 52,800 millones de dólares y considerando amortizaciones llegó a 68,200 millones de dólares. En 1987 la deuda externa ascendió a 104,176 millones de dólares. Asimismo, como vimos los instrumentos utilizados para detener la fuga de capitales fueron la devaluación y la aplicación de una política monetaria restrictiva representada por alta tasa de interés y contracción y esterilización del crédito (encaje legal), estos dos últimos se tradujeron en una presión a la inflación vía el incremento de los costos financieros y la contracción de la demanda agregada y del crecimiento.

El sexenio que inicia el 1 de diciembre de 1982 sienta las bases de la aplicación del modelo neoliberal que se caracteriza entre otras cosas por una apertura al exterior resultado esto de la imposibilidad de obtener créditos del exterior, incrementar las exportaciones y el desarrollo tecnológico, pero también del nuevo proceso de globalización internacional, así las cosas la inversión extranjera recibe un nuevo tratamiento, se concibe más como el vehículo para nuevas tecnologías y para acceder nuevos mercados mediante exportaciones, que como flujo financiero, es decir se da prioridad más el aspecto cualitativo que al cuantitativo, vemos así que en el periodo 1983-1987 se aceptan nuevas inversiones por 10,298.3 millones de dólares cifra igual a la inversión extranjera acumulada hasta 1982, ascendiendo en 1987 a 20,930.2 millones de dólares, destacando la norteamericana (65.5%), alemana (6.9%), japonesa (5.6%), inglesa (4.7%), suiza (4.4%) y española (2.9%), por lo que hace a las exportaciones observamos una

---

<sup>44</sup> René Villarcal. op. cit.. pp. 479.

<sup>45</sup> Ibidem, pp. 490.

disminución de las petroleras<sup>46</sup> que alcanzan sus montos máximos en 1982, 1983 y 1984 con alrededor de 16,000 millones de dólares y para 1987 registran solamente 8,700 millones, en cambio las no petroleras pasaron de 7,453 millones dólares en 1984 a 12,000 millones de dólares en 1987 destacando las manufactureras.

### III.2.- LA EXPERIENCIA RECIENTE 1988-1997

1988 constituye el último año de la administración Delamadrista, para analizar las cifras que arrojan los rubros a partir de este año y hasta 1994, incluso septiembre de 1997, hemos considerado como las mas importantes definitorias del tipo de cambio y que plasmamos en el cuadro anexo, es necesario remitirnos a los Programas de Estabilización no Ortodoxos. Efectivamente, a partir de 1985, países como Brasil (Febrero de 1986), Argentina (Junio de 1985), Israel (Julio de 1985) y Bolivia (Agosto de 1985) pusieron en práctica esos Programas, en contraposición con los Programas de Estabilización Ortodoxos o convencionales de corte monetarista impuestos por el FMI, en estos<sup>47</sup> se hace énfasis en las políticas de demanda agregada, soslayando los aspectos estructurales de la inflación ya que de acuerdo a su concepción, la inflación es en todo momento y en todo lugar un fenómeno monetario, teniendo su origen en la expansión excesiva del crédito del banco central, de ahí que las medidas recomendadas se enfoquen a la austeridad financiera y a la devaluación del tipo de cambio.

Por contra los primeros, si bien adoptan los principios de la demanda agregada, se complementan con las repercusiones de la estructura del mercado, desde su muy particular punto de vista las políticas monetaria y fiscal son insuficientes para reducir la inflación dado el componente inercial que esta tiene, siendo necesario considerar la dinámica de precios, salarios y características de los mercados de divisas y financieros.

México estuvo pendiente de los resultados que los Programas de Estabilización no Ortodoxos arrojaron en los países que los pusieron en práctica, considerando como requisito contar con superávits en cuenta corriente y primario de finanzas públicas, así como un monto suficiente de reservas para obtener los resultados deseados, muy probablemente esto nos explique porque a pesar de contar con alrededor de 10,000 millones de dólares de reservas, el Banco de México decidió retirarse del mercado de cambios el

<sup>46</sup> René Villareal, op. cit., pp. 555.

<sup>47</sup> Pedro Aspe Armella, " El camino mexicano de la transformación económica ", Editorial Fondo de Cultura Económica. México, 1993, pp. 18.

18 de noviembre de 1987 y la inmediata adopción del Pacto de Solidaridad Económica, que a grandes rasgos tuvo los siguientes objetivos: corrección de las finanzas públicas; cambio estructural, esto es, adelgazamiento del sector público y fortalecimiento del privado mediante las privatizaciones; política monetaria restrictiva, de modo que la base monetaria se expanda en función de las necesidades del crecimiento; ajuste de los salarios con base en la inflación esperada y no la registrada; fijación de los precios líderes y de los insumos primarios; apertura comercial; reforma del sector financiero; política cambiaria en apoyo de la deflación sin sacrificar competitividad.

De estos objetivos se desprenden reformas estructurales importantes que tienen que ver con materia fiscal, privatizaciones, renegociación de deuda externa, apertura comercial y sector financiero.

Sobre la forma como estos objetivos y reformas se conjugaron para definir la Política Cambiaria, tema de nuestro estudio, consideramos conveniente puntualizar lo siguiente. Por un lado la aplicación de una política monetaria restrictiva, permitió desactivar un elemento inflacionario, que a su vez se tradujo en un factor importante de estabilidad para el tipo de cambio, también la aplicación de una política de apertura del sector externo en materia mercantil, ayudó, junto con el tipo de cambio prácticamente fijo, a estabilizar el crecimiento de los precios, en materia financiera y dentro de la concepción internacional del Consenso de Washington<sup>48</sup>, permitió el flujo de capitales a nuestro país en sustitución del insuficiente ahorro interno. Finalmente, la privatización de empresas públicas, que como ya hemos comentado con antelación, ya se venía dando, proporcionó los recursos suficientes al Gobierno Federal para operar con finanzas públicas sanas (requisito indispensable para el buen funcionamiento del programa) y eliminó de paso el efecto inflacionario latente que representa el déficit público si se financia con crédito interno ( como sucedió en el pasado) .

Debemos mencionar que al igual que los Programas aplicados en Brasil, Argentina, Israel y Bolivia, el PSE asignó al tipo de cambio el papel de ancla nominal para lograr la estabilización de los precios, así vemos que en las diferentes revisiones que se hicieron al Programa se fijó un deslizamiento al peso que fue desde \$1.00 diario hasta \$0.20 en noviembre de 1991, fecha en la que desaparece el control de cambios y se adoptan las bandas de flotación, en octubre de 1992 el ajuste diario se ubica en \$0.40 y se anuncia que la banda de flotación se ampliará.

---

<sup>48</sup> Héctor Guillén Romo. " Los Mercados Financieros y el Derrumbe del Neoliberalismo Mexicano ". Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, N° 215, pp. 272.

Consideramos que estos comentarios constituyen un marco de referencia importante para comprender el comportamiento de los rubros que consideramos como los mas importantes que definen el tipo de cambio y que enlistamos en la columna de Concepto del cuadro anexo, mismo que a continuación nos abocaremos a analizar.

Así vemos, que para 1988 el saldo favorable en Cuenta Corriente registrado en 1987 se mantiene hasta el primer semestre, terminando el año con un déficit de 2,442.6 mdd, saldo desfavorable que observaremos durante toda la serie que analizamos, salvo marzo y junio de 1996, este déficit obedece a incrementos superiores de las Importaciones sobre las Exportaciones y nos referimos a estas porque ambas dominan los Egresos e Ingresos de la Balanza en Cuenta Corriente, ya que si bien las primeras representan el 53.9% de aquellos, los Intereses se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles de 1987 ( 8,000 - 8,600 mdd, 29.2 y 24.7% de los Egresos ), en cuanto a las Exportaciones, representan el 63.1% de los Ingresos ( Turismo 12.3% ).

Aún cuando los Indicadores del Banco de México, fuente de las cifras analizadas, no incluyen cifras de la Industria Maquiladora, sino a partir de 1991, estas las obtuvimos de los Indicadores Externos y las mostramos en el cuadro abajo detallado, como se podrá observar, dicha industria tiene un peso importante tanto en las Importaciones como en las Exportaciones, al representar el 41.3 y 49.3% de ellas respectivamente. Ahondando en los incrementos antes aludidos, observamos que el de las Importaciones fue del orden de los 5,500 mdd, esto es, 42.0% más que las de 1987, por contra el de las Exportaciones fue de solo 70.6 mdd, es decir, a 0.3% superior a las de dicho año. Estos comportamientos son importantes si consideramos que el margen de subvaluación del peso fue de 13.96%, si recordamos los aspectos teóricos citados en el capítulo precedente, la subvaluación debió haber inhibido las Importaciones e incrementar las Exportaciones, lo que evidencia la necesidad de la industria mexicana de insumos básicos externos, de alguna manera independiente de las sobrevaluación del dólar.

El déficit de 2,442.6 mdd (1.44% del PIB) se financió con 1,448.4 mdd de la Balanza de Capital, 2,842.5 mdd de entradas de capital (Errores y Omisiones), pero principalmente con una disminución de las Reservas por 7,127.0 mdd, efectivamente, estas pasaron de 13,605.4 mdd en 1987 a 6,515.3 en 1988 es decir, alrededor de 50% menos (a junio de 1988 aun había superávit en cuenta corriente y no había disminución de reservas), no obstante la Base Monetaria registró un incremento de 5,996.8 mdp

(40.6%) y recíprocamente el Crédito Interno se incrementó en 21,333.8mdp, seguramente esto permitió mantener un crecimiento del PIB en 1.34% en relación al año anterior, por su parte, el déficit público registró un decremento al pasar del 16.04% del PIB en 1987 al 12.48% en 1988.

Para 1989 observamos que el déficit en Cuenta Corriente se incrementa en 62.13% respecto al de 1988, llegando a 3,960.2 mdd (2.09% del PIB), nuevamente el incremento de las Importaciones en 4,511.6 mdd (23.87%) sobre el de las Exportaciones por 2,199.8 mdd (10.70%) se identifica como la causa principal de este déficit, ya que ambos siguen gravitando de manera importante dentro de los Egresos e Ingresos de la Cuenta Corriente e incluso lo incrementan, así vemos que en este año las primeras representan el 55.7% de aquellos, porcentaje que se ubicará a partir de 1991 entre 70 y 76%, las Exportaciones de representar el 59.8% en 1989 llegarán a representar también a partir de 1991 entre el 75 y 83% de los Ingresos, es decir, la Balanza en Cuenta Corriente es dominada prácticamente por los flujos mercantiles.

De lo anterior se infiere que el pago de Intereses por un lado y los ingresos derivados del Petróleo por otro, pierden la importancia relativa que en el pasado tuvieron, efectivamente, los primeros de representar el 22% de los Egresos en 1989 declinarán su participación hasta 9-13%; el petróleo que este año representó el 34.6% de las exportaciones llegó hasta un mínimo de 10.6% en 1995 (12.2% en 1994).

Por lo que hace a la Industria Maquiladora, en 1989 sus importaciones representan el 37.1% de las importaciones totales, porcentaje que disminuirá marcadamente a partir de 1991 y hasta 1994 para ubicarse entre 22 y 25% , en 1995 y 1996 nuevamente su ubica en niveles del 36 y 34%; en cuanto a las Exportaciones, de representar el 54.7% en 1989 de las exportaciones totales, disminuirán dicho porcentaje hasta el 37% en 1991, para de ahí en adelante (incluso hasta junio de 1997) situarse en alrededor del 40%.

El déficit en Cuenta Corriente, que se da en un entorno de tipo de cambio subvaluado (14.87%), se financia básicamente a través de la aceptación de Inversión Extranjera Directa, por lo que hace a las Reservas, estas no muestran cambios drásticos, lo mismo se observa con la Base Monetaria y por lo tanto con el Crédito Interno. Finalmente, observamos un crecimiento de cierta magnitud (3.17%) en el PIB y un decremento importante de la proporción Déficit Público a PIB al situarse en 5.61%.

Para 1990 y 1991 observamos que el déficit en Cuenta Corriente sigue incrementándose pero a diferencia de los años anteriores, los porcentajes respecto al año inmediato anterior son considerables, así vemos que en 1990 dicho déficit de 7,113.8 mdd fue 79.6% superior al de 1989, y el de 1991 prácticamente se duplica al registrar 13,788.7, en el primero observamos todavía un pequeño margen de subvaluación de la moneda (4.91%), pero en el segundo se empieza a sobrevaluar el peso vs. al dólar (4.99%), es decir, el “colchón” de subvaluación que provocó la devaluación de 1987 termina en 1990. Asimismo, dichos déficit representan el 3.05% del PIB en 1990 ( que crece en 7.20%) y el 4.90% en 1991 (que crece en 4.01%). Como ya quedó asentado, al dominar los flujos mercantiles la Balanza en Cuenta Corriente, el saldo desfavorable de ésta tiene su origen en los incrementos superiores de las Importaciones sobre las Exportaciones.

Por lo que hace a la forma como se financiaron dichos déficit apuntamos lo siguiente. En 1990 se recurre básicamente a los préstamos del exterior, los que pasaron de 677.3 mdd en 1989 a 12,235.4 en 1990; por su parte, las Reservas muestran un importante crecimiento de 3,414.3 mdd (52%), lo que permitió ubicarlas en 10,281.7 mdd, en comparación con los 6,757.8 mdd de 1989, finalmente, observamos que la Base Monetaria se encuentra prácticamente respaldada en un 100% por las Reservas lo que deja una mínima cantidad de Crédito Interno, lo cual es entendible dado el 3.05% que representa el déficit público del PIB.

En 1991, aun cuando el rubro de Préstamos y Depósitos (10,501.4 mdd) sigue constituyendo la principal fuente de financiamiento del déficit, la Inversión Extranjera en Cartera empieza a tomar un papel destacado dentro de dicho financiamiento, así pues dicho renglón pasa de 1,994.5 mdd en 1990 a 9,870.5 mdd en 1991, por su parte las Reservas también muestran un incremento importante de alrededor de 7,800 mdd (75.77%) para ubicarse en 18,072.1 mdd que cubren y superan a la Base Monetaria.

Por los comentarios anteriores podemos observar que 1991, es decir, la mitad del Sexenio Salinista, marca cambios importantes en las cifras macroeconómicas que venimos estudiando, por lo que consideramos útil realizar un balance previo de estos primeros tres años (1988-1991). Para lo cual consideramos conveniente apuntar, que aún cuando las cifras de 1988 no incluyen las de la Industria Maquiladora, si las hemos considerado para realizar las comparaciones pertinentes, para ello procedimos a recomponer las cifras de la Balanza en Cuenta Corriente las cuales se observan en el cuadro abajo

detallado, no obstante el financiamiento del déficit en Cuenta Corriente a través de las cuentas de la Balanza de Capital, Errores y Omisiones, Variación de las Reservas y Ajustes se refiere al déficit sin considerar el efecto de la Industria Maquiladora, esto también es aplicable a la comparación ulterior del periodo 1988 - 1994.

CONCEPTO	1988		Integración		1991		Integración		VARIACION		Tasa Prom. Anual Crec.
									\$	%	
INGRESOS	42.735,6	100,00%			57.135,5	100,00%			14.399,9	33,70%	10,16%
EXPORTACIONES	30.710,8	71,86%	100,00%		42.687,5	74,71%	100,00%		11.976,7	39,00%	11,60%
Manufacturas	11.523,3		37,52%		15.768,8		36,94%		4.245,5	36,84%	11,02%
Maquiladoras	10.145,7		33,04%		15.833,1		37,09%		5.687,4	56,06%	15,99%
Petroleo	6.711,2		21,85%		8.166,4		19,13%		1.455,2	21,68%	6,76%
TURISMO	4.000,2	9,36%			5.882,7	10,30%			1.882,5	47,06%	13,72%
EGRESOS	42.840,8	100,00%			70.924,1	100,00%			28.083,3	65,55%	18,30%
IMPORTACIONES	26.706,5	62,34%	100,00%		49.966,6	70,45%	100,00%		23.260,1	87,10%	23,22%
Manufacturas	18.898,2		70,76%		38.184,2		76,42%		19.286,0	102,05%	26,42%
Maquiladoras	7.808,3		29,24%		11.782,4		23,58%		3.974,1	50,90%	14,70%
INTERESES	8.638,7	20,16%			8.390,2	11,83%			-248,5	-2,88%	N.C.
SALDO	-105,2				-13.788,7				-13.683,5	N.C.	N.C.

Vemos así que el Déficit en Cuenta Corriente ha pasado de 105.2 mdd a 13,788.7 mdd, lo anterior resultado del incremento mayor de los Egresos sobre los Ingresos, 65.6% vs. 33.7% respectivamente, como ya dijimos dado que los flujos mercantiles dominan la Balanza en Cuenta Corriente, el comportamiento de las Importaciones y Exportaciones definen las cifras anteriores, vemos así que las primeras crecen a una tasa promedio anual de 23.2% mientras que las segundas en 11.6%, así mismo, tanto el Petróleo como los Intereses pierden relevancia dentro de la Balanza en Cuenta Corriente ya que el primero crece a una tasa promedio anual del 6.76% y los segundos permanecen en niveles similares.

Aun cuando la participación del Turismo es modesta (9.36% de los ingresos en 1988 y 10.30 en 1991) cabe resaltar su tasa promedio anual de crecimiento del 13.72% superior a la de las Exportaciones y solo superada por la de las Maquiladoras de 16.0% ( para las importaciones de esta industria el 14.70% ).

En cuanto al financiamiento del saldo desfavorable de la Balanza en Cuenta Corriente también se observa un cambio importante ya que mientras en 1988 se recurrió a las Reservas Internacionales, para 1991 se hace de la Cuenta de Capital, si bien principalmente del rubro de Préstamos y Depósitos, comienza a tomar relevancia la Inversión Extranjera en Cartera, esta política permite la acumulación de Reservas Internacionales que crecen 2.77 veces ( promedio anual de 40.50% ) y cubren holgadamente la Base Monetaria y dado que el Déficit Público ha desaparecido, principalmente gracias a las privatizaciones, se ha desactivado un factor de inflación, no obstante ésta aún presenta incrementos

importantes de 84.76% 1988 - 1991 o 22.71% como tasa promedio anual, como vemos aún cuando el Déficit Público ha desaparecido, la inflación persiste, lo que valida la hipótesis al principio mencionada de que es aventurado identificar al Déficit Público como el principal generador de inflación.

Este comportamiento de la inflación referenciado a la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo citada en el capítulo anterior, implicaría que el tipo de cambio se deslizara en un margen similar, al hacerlo en menor cuantía el peso comienza a sobrevaluarse ( 5% ). Finalmente, observamos que el PIB crece a una tasa promedio anual de 4.78%, apoyado por el crecimiento de 1990 ( 7.20% vs. 1989, el mayor del sexenio ).

1992 se inicia con un marcado crecimiento del Déficit en Cuenta Corriente, así vemos que éste, por el período marzo '91 - marzo '92, asciende a 16,761.8 mdd, es decir, 21.71% superior al de 1991; junio '91-junio '92 asciende a 18,832.0 mdd, es decir, 36.58% mas que el de 1991; septiembre '91 - septiembre '92 es por 21,092.2 mdd, esto es, 52.97% superior al de 1991 y termina el año con 22,809.0 mdd ( 6.34% del PIB ) lo que significa un crecimiento de 9,020.3 mdd ( 65.42% ) respecto a 1991.

Como hemos venido insistiendo, ya dominada la Balanza en Cuenta Corriente por los flujos mercantiles, conviene hacer los siguientes comentarios, por el lado de las Exportaciones estas se integran principalmente por Manufacturas y Maquiladoras en proporciones prácticamente similares ( 38 - 40% ), ligeramente destacando las últimas, por el lado de las Importaciones, las Manufacturas participan con el 77.6% y las Maquiladoras con el 22.4%; es decir, que las Maquiladoras participan activamente dentro de las Exportaciones, pero no tanto dentro de las Importaciones, de lo que se infiere un saldo favorable derivado de esta industria, cabe mencionar que el comportamiento anteriormente descrito, se mantiene hasta 1994, a partir de marzo de 1995 las proporciones se invierten para el caso de las exportaciones y si bien para el de las importaciones se mantiene, el margen de las maquiladoras se incrementa.

Consideramos que los comentarios anteriores son importantes dentro de los conceptos de sobre y subvaluación, es decir, en un escenario caracterizado por la sobrevaluación la Industria Maquiladora participa mas activamente en las Exportaciones ( cuando se suponen pierden competitividad ) que en las Importaciones, en uno de subvaluación, la Industria Maquiladora disminuye su participación en las Exportaciones ( cuando se supone son mas competitivas ) y lo incrementa en las Importaciones.

Por lo que hace al financiamiento del Déficit en Cuenta Corriente, este se lleva a cabo básicamente a través de la Inversión Extranjera en Cartera, marcadamente a partir del tercer trimestre, ya que para el periodo septiembre '91 - septiembre '92 alcanza la cifra de 12,607.5 mdd ( 27.73% superior a diciembre de 1991 ) para terminar el año en 13,553.2 mdd, es decir, 37.31% superior a la de 1991 ( 9,870.3 mdd ); por su parte, las Reservas Internacionales se mantienen en niveles similares a las del año anterior; en cuanto al PIB, muestra un desaceleramiento en su crecimiento al crecer en 2.89% ( vs. 1991 ) que contrasta con el 4.01, 7.20 y 3.17% de los 3 años anteriores lo que pone de manifiesto las repercusiones del Déficit en Cuenta Corriente.

Para 1993, el saldo desfavorable de la Balanza en Cuenta Corriente muestra la siguiente tendencia: en el periodo marzo '92 - marzo '93 un déficit de 23,565.8 mdd, en junio '92 - junio '93 de 23,765.5 mdd, en septiembre '92 - septiembre '93 de 24,048.3 mdd, para concluir el año con 23,392.7 mdd ( 5.59% del PIB ), es decir, solo 583.7 mdd mas que 1992, por su parte el PIB nuevamente mostró un desaceleramiento en su crecimiento, ya que solo lo hizo en 2.0%, para este año la sobrevaluación del tipo de cambio ya alcanza el 15.89% ( 11.29% en 1992 ), dentro de una marcada tendencia a la estabilidad de precios ya que estos solo crecieron en 8.01%.

Este crecimiento moderado en el déficit obedece al igualmente moderado crecimiento de las Importaciones de solo el 5.21% ( vs. 1992 ) que contrasta con el 24.34% de 1992, con el 59.78% de 1991, con el 33.6% de 1990, con el 23.87% de 1989 y el 42.0% de 1988; por su parte las Exportaciones crecieron en 12.32%.

Lo que si es contrastante en este año es la Inversión Extranjera en Cartera ( ya que la directa incluso es inferior a la de 1992 ) como financiadora del Déficit en Cuenta Corriente, así vemos que las cifras anualizadas a marzo, junio y septiembre muestran incrementos del 19.59, 44.29 y 62.07% en relación a 1992, para terminar el año en 28,431.1 mdd, esto es, 14,877.9 mdd mas que el anterior, que equivale al 109.77% de crecimiento, por su parte, las Reservas Internacionales muestran un crecimiento del 24.13% para ubicarse en 23,877.9 mdd.

Los sucesos políticos acaecidos en 1994, dieron al traste con el funcionamiento del modelo macroeconómico adoptado, aún cuando en nuestro concepto empezaba a mostrar signos de agotamiento

dado el bajo crecimiento del PIB, además de factores externos representados por el incremento en las tasas de interés internacionales.

Para el análisis de las cifras del último año de la administración Salinista, consideramos las cifras anualizadas a los meses de marzo, junio y septiembre por ser más representativas. Dado que el asesinato de Luis D. Colosio M, candidato del PRI a la presidencia de la República ocurrió el 23 de marzo de ese año, las cifras a dicho mes aún no muestran los efectos de este suceso, de modo que la tendencia de las cifras es similar a las del fin del año anterior; el Déficit en Cuenta Corriente es de 24,382.1 mdd, financiado con la Inversión Extranjera en Cartera que alcanza los 30,955.7 mdd, por su parte las Reservas Internacionales ascendieron a 29,024.9 mdd ( 25,801.8 mdd reportados ), o sea 5,147.0 más que las de diciembre de 1993; no obstante, para junio la Balanza de Capitales refleja lo que estaba pasando en nuestro país, ya que la Balanza en Cuenta Corriente siguió mostrando su tendencia, es decir, un déficit creciente que alcanzó los 25,740.7 mdd ( 13,816.3 mdd reportados ); efectivamente en aquella observamos que la Inversión Extranjera en Cartera disminuyó de 30,955.7 mdd en marzo a 26,307.0 mdd en junio, lo que evidencia que ante el clima de incertidumbre política los inversionistas extranjeros prefirieron hacer efectivas sus inversiones, en este mes observamos que el financiamiento del saldo desfavorable de la Balanza en Cuenta Corriente se realiza con la aún elevada Inversión Extranjera en Cartera pero ahora y después de 6 años, también con la disminución de las Reservas Internacionales por 5,223.6 mdd ya que la cifra junio'93 - junio'94 es de 18,654.2 mdd y la de diciembre'93 por 23,877.9 mdd, por su parte, las reportadas a junio fueron de 16,809.9 mdd, inferiores en 8,991.9 mdd en relación al trimestre anterior, a pesar de esto el tipo de cambio continuó su deslizamiento mínimo, alcanzando una sobrevaluación del 10.64%.

En cuanto al comportamiento de la Base Monetaria es importante señalar que mientras a diciembre de 1993 las Reservas Internacionales cubrían 1.61 veces a aquella, para junio ( anualizado ) este margen disminuye a 1.12 ( con cifras reportadas 1.25 ), el mantener aquel margen de cobertura ( 1.32 en 1992 y 1.40 en 1991 ) o bien un promedio de los últimos 3 años hubiera significado una disminución de la Base Monetaria del orden de entre 33,700 - 37,600 mdp, no obstante las cifras anualizadas a junio ascendieron a 54,518.0 mdp superiores en 7,325.0 mdp en relación a las de diciembre de 1993, debemos señalar que las cifras reportadas a junio fueron de 43,382.0 mdp ( a diciembre de 1993, 47,193.0 mdp ).

Por lo que hace al análisis de las cifras a septiembre de 1994 conviene recordar que el asesinato del Lic. José F. Ruiz M., secretario del CEN del PRI, se dió el 28 de septiembre, por lo que este suceso no modificó substancialmente el comportamiento de las cifras reportadas a junio, es decir, el Déficit en Cuenta Corriente sigue su tendencia creciente para alcanzar los 26,813.3 mdd ( anualizada ) financiado con la todavía elevada Inversión Extranjera en Cartera que alcanzó los 23,137.3 mdd ( septiembre'93 - septiembre'94 ) pero que nuevamente muestra un decremento en relación a diciembre de 1993, de 5,293.8 mdd; también al igual que el trimestre anterior se recurre a las Reservas Internacionales para financiar el déficit antes mencionado, en cifras prácticamente similares y con un tipo de cambio que continúa su deslizamiento mínimo, en cuanto a la Base Monetaria, se sigue manteniendo en los mismos niveles del trimestre anterior de lo que se infiere que el margen de cobertura en relación con las Reservas Internacionales ha disminuido vs. diciembre de 1993.

Diciembre de 1994 constituye el epilogo de la crónica de una muerte anunciada, ese año lo terminamos con un saldo desfavorable en la Cuenta Corriente del orden de los 28,785.5 mdd que equivalen al 9.30% del PIB, producto que creció en 5.22% respecto al año anterior, dicho saldo se financió ahora con las Reservas Internacionales ya que la Inversión Extranjera en Cartera ha disminuido en 20,244.9 mdd, para registrar 8,186.2 mdd, cifra algo similar a la reportada a diciembre de 1991 ( 9,870.3 mdd ). Efectivamente, las Reservas Internacionales han disminuido en 17,250.5 mdd al pasar de 23,877.9 en diciembre de 1993 a 6,627.3 en diciembre de 1994.

Es importante mencionar que el renglón de Errores y Omisiones registra una salida de 1,649.6 mdd, mientras que el de Variación de las Reservas de 18,884.4 mdd lo que nos permite deducir que la crisis de 1994 no fue ocasionada por la fuga de capitales nacionales sino por la salida de los capitales especulativos que cuando vieron disminuir la calificación riesgo país ( por los trágicos sucesos políticos ) decidieron retirarlos, recurriendo a las Reservas para realizar la liquidación correspondiente.

Asimismo es importante mencionar el comportamiento de la Base Monetaria ya que como dijimos anteriormente ante la baja en las Reservas Internacionales que se vino observando desde marzo, las autoridades, en un año de elecciones, reaccionaron incrementándola, lo que combinado con un tipo de cambio fijo, significa darle dinero a la gente para que comprara dólares, la prudencia hubiera recomendado lo contrario. Así vemos que a diciembre de este año las Reservas Internacionales son

inferiores a la Base Monetaria lo que no se veía desde 1990, traduciéndose lo anterior en un crédito interno de 24,196.0 mdp.

Para poder resumir las cifras del sexenio Salinista ( 1988 - 1994 ), hemos procedido a recomponer las cifras de la Balanza en Cuenta Corriente de 1988, mismas que se observan en el cuadro abajo detallado e incluyen las de la Industria Maquiladora.

CONCEPTO	1988		Integracion		1994		Integracion		VARIACION		Tasa Prom. Anual Crec.
									\$	%	
INGRESOS	42.735,6	100,00%			78.102,7	100,00%			35.367,1	82,76%	10,57%
EXPORTACIONES	30.710,8	71,86%	100,00%		60.882,2	77,95%	100,00%		30.171,4	98,24%	12,08%
Manufacturas	11.523,3		37,52%		24.132,8		39,64%		12.609,5	109,43%	13,11%
Maquiladoras	10.145,7		33,04%		26.269,1		43,15%		16.123,4	158,92%	17,18%
Petroleo	6.711,2		21,85%		7.445,1		12,23%		733,9	10,94%	1,74%
TURISMO	4.000,2	9,36%			6.317,1	8,09%			2.316,9	57,92%	7,91%
EGRESOS	42.840,8	100,00%			106.888,2	100,00%			64.047,4	149,50%	16,46%
IMPORTACIONES	26.706,5	62,34%	100,00%		79.345,9	74,23%	100,00%		52.639,4	197,10%	19,90%
Manufacturas	18.898,2		70,76%		58.879,9		74,21%		39.981,7	211,56%	20,85%
Maquiladoras	7.808,3		29,24%		20.466,2		25,79%		12.657,9	162,11%	17,42%
INTERESES	8.638,7	20,16%			12.031,4	11,26%			3.392,7	39,27%	5,68%
SALDO	-105,2				-28.785,5				-28.680,3	N.C.	N.C.

Así vemos crecer el Déficit en Cuenta Corriente de 105.2 mdd en 1988 a 28,785.5 en 1994, lo anterior resultado del crecimiento superior de los Egresos sobre los Ingresos, así mientras los primeros se incrementan 2.5 veces, los segundos solo lo hacen 1.8 veces, como quedó asentado dado que los flujos mercantiles dominan la Balanza en Cuenta Corriente, el comportamiento de las Importaciones y Exportaciones definen las cifras anteriores; de modo que las primeras crecen a una tasa promedio anual de 19.9% mientras que las segundas en 12.1%, a su vez al interior de éstas, la Industria Maquiladora participa mas activamente en las Exportaciones que en las Importaciones, observamos así que en esta última, su tasa promedio anual de crecimiento es de 17.4% contra el 20.8% de las Manufacturas mientras que en las Exportaciones es del 17.2% contra el 13.1% de las Manufacturas.

Por lo que hace al financiamiento del Déficit en Cuenta Corriente, hemos visto pasar desde el rubro Préstamos y Depósitos ( modesto ), Inversión Extranjera en Cartera y Reservas, destacando el papel de la segunda en los años 1992 y 1993 por los montos alcanzados, pero que fueron suficientes para dar al traste con el modelo económico adoptado, lo que obligó a realizar el financiamiento en 1994 mediante el uso de las Reservas Internacionales en montos mayúsculos.

Es importante señalar que aún cuando modesta, la Inversión Extranjera Directa muestra una tasa promedio anual de crecimiento equivalente al 20.6% al pasar de 2,594.6 mdd en 1988 a 7,979.6 en 1994.

Hemos visto también disminuir el ritmo de crecimiento de la inflación al 15.6% como promedio anual y un incremento en el PIB ( 4.1% ) que no podemos considerar como relevante, mas bien ligeramente modesto, y a la luz del programa de privatizaciones el Déficit Público prácticamente ha desaparecido lo que ha permitido mantener bajo control la Base Monetaria, no obstante que en el último año, como ya lo mencionamos, esta tendió a incrementarse.

Por los comentarios anteriores podemos definir al Sexenio 1988 - 1994 como de grandes contrastes.

1995, ya con el Dr. Ernesto Zedillo en la presidencia, representa un año de arduas negociaciones y también de gran incertidumbre. De arduas negociaciones a fin de obtener asistencia económica principalmente de parte de los EUA y como recordaremos, con gran resistencia al interior de dicho país; de gran incertidumbre por los resultados y viabilidad del programa instrumentado para superar la emergencia económica. Lo que se reflejó en el comportamiento del tipo de cambio, así vemos que el Fix a diciembre de 1994 fue de \$3.93 y a diciembre de 1995 de \$7.66 implicando una subvaluación del 34.16%.

Así las cosas, el Déficit en Cuenta Corriente muestra una clara tendencia a disminuir, producto de un incremento en los Ingresos ( 24.87%) y una disminución en los Egresos ( 8.09% ), pero estos aún mayores que aquellos, lo anterior bajo la adopción de un tipo de cambio libremente flotante, es decir, determinado por el juego de la oferta y la demanda, para este año dicho déficit se ubica en 716.1 mdd, resultado básicamente de un incremento de las Exportaciones en 30.65% combinado con una disminución de las Importaciones de 8.69%, en las primeras destacan las Manufacturas con el 46.92% ( crecimiento anual ) que alcanzan 35,454.9 mdd, es decir, el 44.6% de participación, contra el 39.1% de las Maquiladoras ( 31,103.2 mdd ) que crecieron en el año 18.40%; por el lado de las Importaciones el ajuste se observa igualmente en las Manufacturas, 12,605.6 mdd inferiores ( 21.41% ) a diciembre de 1994, con esto se ubican en 46,274.3 mdd ( 63.9% de las Importaciones ), por contra las Maquiladoras muestran un incremento de 27.91% ( 5,712.6 mdd ) y registran 26,178.8 mdd (36.1% de participación ).

Por lo que hace al financiamiento del Déficit en Cuenta Corriente, este se da gracias al otorgamiento de Préstamos, ya que incluso la Inversión Extranjera en Cartera reporta una cifra negativa por 10,139.1 mdd, principalmente a partir del segundo semestre del año, así a diciembre de 1995 este rubro registra 23,243.7 mdd ( a diciembre de 1994, 852.8 mdd ), lo que se traduce en un incremento en las Reservas Internacionales del orden de los 9,000 mdd de modo que estos finalizan el año en 15,655.6 y nuevamente cubren ( de más ) la Base Monetaria.

El "error de diciembre" a significado un repunte en la inflación ( 51.97% ) y una disminución del 7% en el PIB lo que implica la peor crisis que ha vivido el país desde la Gran Depresión.

Las cifras reportadas a diciembre de 1996 muestran nuevamente la tendencia a financiar el Déficit en Cuenta Corriente con Inversión Extranjera en Cartera. Para este año la paulatina disminución del déficit en 1995, se convierte en un superávit solo para el 1º y 2º trimestre, reapareciendo para septiembre y diciembre, mes en el que asciende a 1,922.2 mdd, el margen de subvaluación es del 11.60%. De nueva cuenta el repunte de las Importaciones en 23.49% superior al de las Exportaciones de 20.69% son el origen de dicho déficit, a su vez, como prevalecen al interior de ambas la integración manufacturas - maquiladoras del año anterior, el repunte de las importaciones manufactureras en 27.42% sobre las exportaciones de dicha industria de 22.36% son realmente el origen de dicho déficit.

También se observa que para financiar el déficit antes mencionado, ya no se recurre al renglón de Préstamos y Depósitos ya que incluso se reporta una cifra negativa de 11,993.5 mdd en cambio, la Inversión Extranjera en Cartera ascendió a 14,153.8 mdd lo que significa un aumento anual de 24,292.9 mdd, ya que si recordamos a diciembre de 1995 el monto era de -10,139.1. Esto parece indicar la preferencia del gobierno por la Inversión Extranjera en Cartera sobre los Préstamos, lo que parece razonable si consideramos que estos últimos tienen además un costo político ( apertura democrática, narcotráfico, migración, petroquímica, etc. ).

Por su parte las Reservas Internacionales ( 17,552.5 mdd ) no muestran cambios importantes y cubren holgadamente la Base Monetaria. Por otro lado, el incremento en los precios tiende a moderar su crecimiento ( 20.75% ) y el PIB crece en 7.62%, a pesar de que este porcentaje es atractivo hay que recordar que el de 1995 esta castigado, además dicho producto es muy similar al de 1994, es decir apenas se recuperan los niveles de producción de 2 años atrás.

Finalmente, en cuanto a los trimestres correspondientes a marzo, junio y septiembre de 1997, seguimos observando la tendencia creciente del Déficit en Cuenta Corriente, mas acentuadamente al último de estos, para lo cual analizamos nuevamente cifras anualizadas ( incluso a las demás referidas ), es decir marzo 1996- marzo 1997, junio 1996 - junio 1997 y septiembre 1996 - septiembre 1997.

En el primero de ellos dicho déficit alcanza 2,239.3 mdd, en el segundo 4,038.6 ( el doble del reportado a diciembre de 1996 ) y en el tercero 5,531.5 mdd ( 188% mas que a diciembre de 1996 ). Estas cifras alcanzan significancia si consideramos que el PIB es inferior en 1.84% al de diciembre de 1996, y aun cuando seguimos observando una subvaluación del peso, el margen ha venido disminuyendo paulatinamente, sobre todo en el último trimestre, debido a las presiones externas provenientes de la crisis asiática. La Balanza en Cuenta Corriente, en términos generales, se comporta con lo descrito con anterioridad, por lo que obviamos el detalle de Importaciones, Exportaciones, Manufacturas, Maquiladoras. Por lo que hace a la Inversión Extranjera en Cartera alcanza los 15,381.1 mdd en marzo, 19,036.1 en junio y muestra un ajuste importante en septiembre ya que se ubica en 7,045.1, es decir, 50% menos que a diciembre de 1996, lo que refleja también las presiones externas derivadas de la región referida, de lo anterior se infiere una aportación contrastante al financiamiento del déficit en cuenta corriente y al incremento de divisas, ya que si bien para junio si lo es, para marzo y septiembre no, pues en estos observamos que el monto de dicha inversión es muy similar al renglón de Préstamos y Depósitos, solo que de signo contrario ( -15,772.4 y -7,914.4 mdd ) lo que nos permite deducir, que los recursos para pagar dichos préstamos provienen de inversionistas extranjeros ( en cartera ), esto es, simplemente estamos cambiando de acreedor, si bien en septiembre las cifras están inducidas por el referido Efecto Dragón. Visto así, las cifras prácticamente se compensan, de modo que realmente la Inversión Extranjera Directa ( 7,556.5 y 12,678.5 mdd ) se convierte en la financiadora del déficit, aportando además recursos para incrementar las Reservas, las que ascendieron a septiembre a 26,386.8 mdd ( las reportadas 24,441.9 ).

Como podemos ver, septiembre de 1997 marca un cambio importante, inducido por la crisis del sudeste asiático, ya que la otrora inversión en cartera, financiadora del déficit en cuenta corriente y principal fuente de divisas, cede su lugar a la inversión directa, de modo que esta muestra un comportamiento dinámico al pasar de 7,618.7 mdd en diciembre de 1996 a 12,678.5 mdd ( 66.41% de incremento ) en septiembre de 1997.

## CAPITULO IV. EL MERCADO CAMBIARIO EN MEXICO

### IV.1 EL MERCADO CAMBIARIO

#### IV.1.1. DEFINICION, CARACTERISTICAS Y FUNCIONES.

Hemos visto como las monedas tienen su comunidad de pagos, que por lo general se circunscribe a las fronteras de su país, salvo el caso de las monedas duras que la extienden a su zona de influencia y hemos visto también como las transacciones con el exterior dan origen al cambio de una moneda por otra, es decir, de comunidades diferentes, resulta claro que en un mundo caracterizado por la globalización económica en el que se negocian más de 100 monedas diferentes y en el que las transacciones ascienden a 1.5 trillones de dólares al día<sup>49</sup>, se hace necesario que ese cambio de moneda se de bajo formas organizadas y confiables ( operativamente hablando ), esto es, en un mercado como cualquier otro donde oferentes y demandantes se reúnan para fijarle un precio a las monedas que están intercambiando ( proporción de intercambio ), a aquel le llamamos el Mercado de Cambios o de Divisas, a este, tipo de cambio.

Una forma de percatarse del tamaño del mercado de cambios de un país, es observar su balanza de pagos, ya que prácticamente todas las transacciones que con el exterior se realizan y que en dicha balanza se registran, implican un cambio de moneda y decimos prácticamente todas porque hay sus excepciones, tales como los donativos, el trueque y las compensaciones.

Sin embargo, a diferencia de otros mercados, por ejemplo el de valores, llámese Bolsa Mexicana de Valores, New York Stock Exchange, etc., al de cambios no le podemos asignar un lugar físicamente, porque cualquier cambio de moneda que se lleve a cabo en cualquier parte del mundo forma parte del mercado de cambios. No obstante, las operaciones importantes se llevan a cabo en los grandes centros financieros como New York, Londres, Zurich, Tokio, Frankfurt, Hong Kong, aun en los intermedios como México D.F., Toronto, París, Sydney, pero también en los llamados Off Shore o “ paraísos fiscales “ ( el Diario Oficial de la Federación publicó el 29 de diciembre de 1997 una lista de 71 países identificados como de baja tributación ). Y constituyen un verdadero mercado mundial gracias a tres características que atinadamente señala Catherine Mansell<sup>50</sup>: descentralizado, continuo y electrónico.

<sup>49</sup> Periódico El Economista, agosto 29 de 1997.

<sup>50</sup> Catherine Mansell Carstens. “ Las Nuevas Finanzas en México “, Instituto Tecnológico Autónomo de México, México, 1992, pp. 22

A la primera ya nos hemos referido cuando afirmamos que al mercado de cambios no lo podemos identificar en un lugar geográfico específico ya que cualquier transacción que implique cambio de monedas, que se realice en cualquier lugar del mundo integra dicho mercado, así las cosas, mientras que en América están “ cerrando “ las operaciones, en Asia están “ abriendo “, de ahí la siguiente característica de continuidad, y por si fuera poco, los avances tecnológicos en las comunicaciones mantienen extraordinariamente unidos a cada uno de los centros financieros ( que concentran el mayor número de operaciones ), y nos referimos en éstos términos porque un ejemplo reciente ( octubre de 1997 ). de ello lo constituye la caída de las principales bolsas asiáticas lo que provocó una gran movilización de capitales en todo el mundo y con ello sus repercusiones sobre los tipos de cambio.

Para nuestro país, lo anterior significó que el tipo de cambio se ubicara en alrededor de \$8.60 ( \$7.75 al 1 de octubre de 1997 ), y que el Índice de la Bolsa Mexicana de Valores descendiera hasta en 13.34 % en un día. Efectivamente, el gran desarrollo tecnológico en las comunicaciones y la globalización mantienen peligrosamente unidos a todos los mercados del mundo; al igual que como en el caso de los tipos de cambio fijos, bastó que la Gran Depresión estallara en los Estados Unidos para que se propagara en todo el mundo, esto es, la crisis de un país puede repercutir seriamente en otros ( Efecto Tequila, Dragón, Samba, etc. ).

Es importante señalar que los precios de las monedas, obviamente las mas importantes, se cotizan en los mismos “ niveles “ en los diferentes centros financieros gracias a las operaciones de arbitraje, lo que constituye un elemento mas para afirmar que el mercado de cambios es verdaderamente un mercado mundial, estas operaciones tienen como propósito aprovechar el diferencial de precios de una moneda en dos mercados diferentes, a este se le llama arbitraje de 2 puntos o espacial, así por ejemplo si la cotización en México es de \$7.80 por un dólar y en Estados Unidos 0.1266 dólares por un peso, es decir \$7.90 por un dólar, se puede aprovechar este diferencial para realizar una ganancia de \$0.10 si con \$700,000.00 compro 89,743.59 dólares al tipo \$7.80 por un dólar en México y luego en Estados Unidos vendo los 89,743.59 dólares al tipo de 0.1266 dólares por un peso con lo que obtengo \$708,875.12, es decir, el diferencial de \$0.10 se traduce en una ganancia de \$8,875.12, así las cosas la demanda de dólares en México provoca que el tipo de cambio se incremente y la demanda de pesos en Estados Unidos que el tipo de cambio para el peso se incremente también con lo que los tipos de cambio tanto en México como en Estados Unidos tienden a igualarse.

Pero también existe el arbitraje triangular cuando se presentan diferenciales implícitos en tres monedas veamos: si en México tenemos las cotizaciones  $FS/USD = 0.6885$  y  $PESETA/USD = 0.0067$ , entonces el tipo cruzado ( analizado mas adelante )  $FS/PESETA = 102.7612$  y supongamos que esta misma cotización en Estados Unidos es de 105.00 podemos realizar una ganancia si en México compro con 1,000 dólares 1,452.43 FS al tipo 0.6885, luego en Estados Unidos vendo los 1,452.43 y compro 152,505.15 pesetas al tipo 105.00, finalmente en México vendo las 152,505.15 pesetas y compro 1,021.78 dólares al tipo 0.0067. Como vemos, una vez realizadas estas operaciones tenemos una ganancia de 21.78 dólares.

Con lo aquí comentado podemos distinguir las siguientes funciones del mercado cambiario<sup>51</sup>:

- 1.- Transfiere el poder de compra a través de los diferentes países y por lo tanto incentiva el comercio internacional y la inversión.
- 2.- Actúa como un centro en donde los precios se establecen para varias monedas.
- 3.- Provee los medios a través de los cuales los inversionistas pueden cubrir o minimizar el riesgo de pérdidas debido a cambios adversos en el tipo de cambio.
- 4.- El mercado permite a los participantes identificar oportunidades libres de riesgo y arbitrarlos ( dos o tres puntos ) hasta su desaparición. Por lo que diferencias en precios en un solo mercado o varios mercados cambiarios, pueden ser explotados en esta forma.
- 5.- Una característica que ha causado controversias es la actividad especulativa de inversionistas que buscan ganancias, a través de la toma de grandes posiciones expuestas a riesgo cambiario en espera de un cambio favorable.

Es fácil deducir que estas funciones adquieren diferente connotación en virtud del sistema de tipos de cambio adoptado, es decir, fijo o fluctuante, con sus diferentes acepciones, como ya lo vimos en el capítulo II, aquí solamente añadiremos que hasta 1971 el mercado de cambios se caracterizó por su relativa estabilidad, sin embargo, después de la declaración de Estados Unidos de la inconvertibilidad del dólar en oro, rompiendo con ello uno de los acuerdos de Bretton Woods, y particularmente a partir de 1973 cuando las principales monedas comenzaron a flotar contra el dólar, la característica principal ha sido la volatilidad.

---

<sup>51</sup> Emilio Heredia García, curso " Mercado Cambiario y de Futuros ", Facultad de Economía, Centro de Educación Continua, UNAM, México, 1997.

#### IV.1.2. COTIZACIONES Y OPERACIONES CAMBIARIAS.

**Cotizaciones.**- Hemos definido el tipo de cambio como el precio que en moneda doméstica tiene una moneda extranjera, así de la misma forma que decimos que un televisor tiene un precio de \$5,500.00, un dólar tiene un precio de \$7.80, esta cotización se conoce como directa, es decir esta expresada en moneda doméstica, esto es, pesos, y se denota de la siguiente forma : USD/MXP = \$7.80. Pero esta misma cotización se puede expresar en forma indirecta, es decir, expresada en términos de la moneda extranjera, esto es, dólares, entonces se denota de la siguiente manera : MXP/USD : 0.1282 USD, que en realidad no es mas que el recíproco de \$7.80 (1/7.80).

También existe la cotización cruzada, ya referida en el ejemplo anterior del arbitraje de tres puntos, que es aquella que se deriva de la cotización que dos monedas guardan con respecto a una tercera, veamos: si la cotización NOK/MXP = 1.10780 y NLG/MXP = 3.93649, NOK/NLG = ¿

$$\$1.00 = 1.10780 \text{ NOK}$$

$$\$1.00 = 3.93649 \text{ NLG}$$

$$\text{De donde : NOK } 1.10780 = \$1.00 = \text{NLG } 3.93649$$

$$1.10780 = 3.93649$$

$$= 3.93649/1.10780$$

$$\text{NOK/NLG} = 3.55343$$

Veamos ahora el ejemplo completo utilizando cotizaciones a la compra y a la venta:

$$\text{NOK/MXP} = 1.00871 - 1.10780$$

$$\text{NLG/MXP} = 3.66374 - 3.93649$$

Recibo		Entrego
3,66374		3,93649
1,00871	←	→
		1,1078

$$3.66374/1.10780 = 3.30722$$

$$3.93649/1.00871 = 3.90250$$

$$\text{La cotización NOK/NLG} = 3.30722 - 3.90250$$

Con toda intención escogimos a la corona danesa y al florín holandés, ya que la cotización de aquella esta prácticamente a la par que el peso, por eso la cotización NOK/NLG es muy similar a la NLG/MXP.

Finalmente, nos referiremos a la cotización forward, que es aquella aplicable a las operaciones en que el tipo de cambio se fija el día que se pacta la operación, pero la liquidación ( fecha valor ) se realiza en un plazo mayor a 48 horas, para ello se hace necesario el cálculo de los puntos forward ( pips ) que se adicionarán o restarán a la cotización spot, que es la aplicable a operaciones con fecha valor a 48 horas. En la determinación de los pips, entran en juego las tasas de interés correspondientes a las monedas involucradas, para el cálculo en México se toman las de cetes y la libor, supongamos que queremos determinar la cotización forward USD/MXP a 30 días con los siguientes datos:

	Pasiva	Activa
Tasa de interés en Estados Unidos a 30 días:	5.50	13.50
Tasa de interés en México a 30 días:	16.00	25.00
Cotización spot:	USD/MXP = 7.71 - 7.77	

Se procede de la siguiente forma:

1.- Se toman prestados \$15,000.00 a 30 días a una tasa del 25.00%

$$15,000.00 * 25.00\% * 30 / 360 = 312.50$$

$$15,000.00 + 312.50 = 15,312.50$$

2.- Se compran con \$15,000.00 al tipo \$7.77, 1,930.50 USD

3.- Se invierten 1,930.50 USD al 5.50% a 30 días con lo que se obtienen:

$$1,930.50 * 5.50\% * 30 / 360 = 8.85 \text{ USD}$$

$$1,930.50 + 8.85 = 1,939.35 \text{ USD}$$

4.- La cotización forward se determina:

$$15,312.50 / 1,939.35 = 7.8957$$

Es decir, la cotización a 30 días ( forward ) USD/MXP = 7.8957, esto es 0.1257 puntos mas que la cotización spot, para este caso la cotización forward se cotiza con un premio, de lo anterior se deduce que cuando la divisa referenciada, en este caso el dólar, tiene una tasa de interés menor, la cotización forward es mayor y los puntos se suman ( premio ) y cuando la tasa de interés de dicha divisa es mayor, la cotización forward es menor y los puntos se restan ( descuento ). Ahora, utilizando las mismas tasas

de interés y cotizaciones, determinaremos la cotización forward a la compra y a la venta utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{Puntos: Spot} * ( \text{IMV} - \text{IMF} ) * ( \text{días} / 360 ) / 1 + ( \text{IMF} * ( \text{días} / 360 ) )$$

Donde: Spot = cotización contado

IMV = tasa de mercado de la moneda variable

IMF = tasa de mercado de la moneda fija

$$\text{Puntos de Compra} = 7.71(0.1600 - 0.1350)(30/360) / 1+(0.1350*(30/360))$$

$$= 7.71(0.0250)(0.0833) / 1+(0.0112)$$

$$= 0.01606 / 1.01120 = 0.01588$$

$$\text{Puntos de Venta} = 7.77(0.2500 - 0.055)(30/360) / 1+(0.055*(30/360))$$

$$= 7.77(0.1950)(0.0833) / 1+(0.00458)$$

$$= 0.12621 / 1.00458 = 0.12563$$

De lo anterior : Pips USD/MXP a 30 días 0.016 - 0.126

Para saber si estos puntos se suman o se restan a la cotización spot y adicionalmente a lo comentado en líneas anteriores, podemos observar la siguiente regla: si los puntos de compra ( para el ejemplo que manejamos 0.01588 ) son menores a los puntos de venta ( para el ejemplo que manejamos 0.12563 ), se suman; si los puntos de compra son mayores, se restan.

**Operaciones.**- Substancialmente se realizan en el mercado al contado, también conocido como spot, e implican la liquidación 48 horas después de haberse concertado la operación o si cayera en día inhábil al siguiente día hábil. La razón de las 48 horas deriva de la necesidad que tienen los bancos de verificar y procesar la documentación y de la diferencia de horarios que existen entre los centros cambiarios entre los que se realizan las operaciones. Para el caso de México, como veremos mas adelante, se presentan algunas variantes. Las cotizaciones que se aplican a este tipo de operaciones son las directas, indirectas y cruzadas en los términos que ya lo definimos anteriormente.

Por otro lado todos aquellos, que por diferentes circunstancias, recibirán o remitirán moneda extranjera en plazos superiores a 48 horas, y que por lo tanto están expuestos al riesgo cambiario, esto es, el impacto de variaciones inesperadas en el tipo de cambio, existen algunas alternativas que les permiten

cubrir dicho riesgo, a saber, las operaciones forward, futuros y opciones, swaps y en México las coberturas, que mas adelante detallaremos.

Las operaciones forward se realizan por contrato con un Banco, a plazos que van por lo general de 30, 60, 90 o 180 días, aun cuando los hay a plazos mayores, dichos contratos contienen características particulares de acuerdo a las necesidades igualmente particulares de quienes los llevan a cabo, las cotizaciones aplicables a estas operaciones se determinan en los términos que expusimos con anterioridad.

Por lo que hace a las operaciones de futuros y opciones podemos decir, que también se realizan por contrato, pero a diferencia de los forward, son estandarizados y se cotizan en Bolsa, siendo la mas importante la de Chicago. Próximamente entrará en vigor el Mercado Mexicano de Derivados (MexDer) en cuya bolsa se cotizarán contratos de futuros y opciones, a ésta haremos alusión mas adelante cuando dediquemos un espacio al Mercado de Cambios en México.

Finalmente, el swap cambiario implica la conjunción de una operación spot con una forward y puede consistir en<sup>52</sup>:

compra de divisas spot con venta de divisas a futuro

venta de divisas spot con compra de divisas a futuro

compra de divisas valor hoy con venta de divisas a 48 horas

venta de divisas valor hoy con compra de divisas a 48 horas.

Las dos últimas son particulares de México dadas las cotizaciones cash, tom y spot.

Retomando los datos del ejemplo anterior de la determinación de la cotización forward construyamos el siguiente:

DLS/MXP Spot: 7.71 - 7.77

DLS/MXP 30 días: 7.72588 - 7.89563

Tasa de interés en México a 30 días: 16.00 25.00

Tasa de interés en Estados Unidos a 30 días: 5.50 13.50

1.- Se toman prestados 1,000.00 USD a la tasa del 13.50% a 30 días

$1,000.00 * .1350 * 30 / 360 = 11.25$

---

<sup>52</sup> Emilio Heredia García, op. cit.

En 30 días tendremos que liquidar 1,011.25 USD

2.- Vendo los 1,000.00 USD y compro pesos

$$1,000.00 * 7.71 = \$7,710.00$$

3.- Invierto los \$7,710.00 a 30 días

$$7,710.00 * .1600 * 30 / 360 = 102.80$$

En 30 días tendremos: \$7,812.80 (ingreso)

4.- Como en 30 días tendré que liquidar 1,011.25 USD:

Compro un forward a 30 días:  $1,011.25 * 7.89563$  \$7,984.46 (egreso)

Pérdida \$171.65584

El swap en pesos arroja una pérdida por \$0.17166 por dólar

Utilizando fórmulas<sup>53</sup> el ejemplo quedaría de la siguiente forma:

$$\text{Utilidad} = \text{SPOTc} (1 + (\text{IMVp} * (\text{días}/360))) - \text{FWDv} (1 + (\text{IMFa} * (\text{días}/360)))$$

Donde:

SPOTc = Tipo de cambio spot ( compra )

IMVp = Interés moneda variable (MXP), tasa pasiva

FWDv = Tipo de cambio forward ( venta )

IMFa = Interés moneda fija ( dólares ), tasa activa

$$\text{Utilidad: } 7.71(1 + (16.0\% * (30/360))) - 7.89563(1 + (13.50\% * (30/360)))$$

$$= 7.71(1 + (0.16 * 0.08333)) - 7.89563(1 + (0.1350 * 0.08333))$$

$$= 7.71(1.01333) - 7.89563(1.01125)$$

$$= 7.81277 - 7.98446$$

$$= - 0.17169 \text{ por dólar}$$

De realizarse la operación inversa utilizaríamos la siguiente fórmula:

$$\text{Utilidad} = \text{FWDc} (1 + (\text{IMFp} * (\text{días}/360))) - \text{SPOTv} (1 + (\text{IMVa} * (\text{días}/360)))$$

$$= 7.72588(1 + (0.0550 * 0.08333)) - 7.77(1 + (0.25 * 0.08333))$$

$$= 7.72588(1.00458) - 7.77(1.02083)$$

$$= 7.76126 - 7.93187$$

$$= - 0.17061$$

<sup>53</sup> Emilio Heredia García, op. cit.

El manejo de las operaciones en divisas implica para los bancos o cambistas en general incurrir en lo que se conoce como Posición Cambiaria, es decir, el resultado de comprar y vender divisas; el realizar operaciones pasivas y activas se traducirá en que los activos en divisas superen a sus pasivos ( posición larga ), en que sus pasivos superen a sus activos ( posición corta ) o que sean iguales (posición nivelada), lo que en la realidad es muy difícil que suceda; dichas posiciones obviamente están en función del estado que guarde el mercado ( demandado u ofrecido ).

Aún cuando el cambista puede asumir una posición “descubierta” en virtud de su conocimiento, habilidad, experiencia, etc., existen reglamentaciones que limitan el monto de ellas, para el caso de México, las veremos mas adelante, de lo contrario procederá a equilibrar las posiciones, para ello el primer recurso que tiene es negociar con otro cambista que tenga la posición contraria, en general se toman en cuenta las tasas de interés domésticas comparada contra el porcentaje de depreciación, costos de oportunidad, etc., para el caso de las forward el asunto se complica un poco, así por ejemplo si en México un banco estuviera corto en dólares, compraría estos al contado e invertiría esos dólares por el mismo plazo del forward, esto obedece a que el riesgo esta representado por el hecho de que el dólar incrementa su precio ( devaluación ) y por lo tanto cubrir las obligaciones le resultaría mas caro; si estuviera largo, el riesgo estaría representado por el hecho de que sus activos ( dólares ) costaran menos ( apreciación ), por lo que convendría comprar pesos para lo cual obtendría prestados dólares, con ellos compraría pesos y los invertiría al mismo plazo del forward.

De este modo iguala sus posiciones y elimina el riesgo cambiario puesto que sus operaciones forward y spot las hace a tipos de cambio conocidos. En pocas palabras, las posiciones cortas y largas en forward se cubren con operaciones swap.

## IV.2 EL MERCADO CAMBIARIO EN MEXICO.

### IV.2.1. PARTICIPANTES E INTERMEDIARIOS.

Como ya quedó asentado, una de las características del mercado cambiario es que es descentralizado, esto es, que no lo podemos identificar en un espacio determinado como sucede con la Bolsa Mexicana de Valores, el New York Stock Exchange, etc., de ahí que el Mercado de Cambios en México solo forma parte de él y por lo tanto sujeto, genéricamente hablando, a las mismas funciones, características,

cotizaciones, instrumentos, etc., que ya mencionamos, pero si sujeto a una reglamentación especial y con ligeras variantes en cotizaciones y operaciones que mencionaremos en su oportunidad.

Nuestro mercado de cambios, al igual que los demás, también esta segmentado en menudeo y mayoreo; en el primero participan desde pequeños comerciantes, turistas, inversionistas, etc., hasta pequeñas y medianas empresas, establecimientos cambiarios, bancos, casas de cambio; en el segundo las grandes empresas, que incluso tienen sus propios departamentos de cambios, intermediarios financieros tales como bancos, casas de cambio y desde luego el Banco de México, al amparo del artículo 7.X de la Ley del Banco de México. Aunque también es válido hablar de un mercado interbancario, corporativo, de remesas familiares ( indocumentados ) y menudeo.

Como Intermediarios reconocemos los siguientes: Bancos, Casas de Cambio, Establecimientos Cambiarios y Casas de Bolsa.

#### IV.2.2. OPERACIONES.

Los **Bancos** realizan las siguientes operaciones:

Compra - venta de billetes. - Las cotizaciones que se ofrecen en estas operaciones se refieren a entregas de inmediato ( cash ), a 24 horas ( tom ) y a 48 horas ( spot ), lo que constituye una particularidad del mercado mexicano; así mismo se distinguen cotizaciones de ventanilla, aplicables al mercado de menudeo que incluso puede estar segmentado por montos, interbancaria, que como su nombre lo indica se aplica a las operaciones que se realizan entre bancos e incluso a clientes muy preferenciales y el preferencial que es una cotización intermedia entre ventanilla e interbancario y que se ofrece de acuerdo al monto o a la conveniencia. Es importante mencionar que la cotización interbancaria marca la pauta para determinar la de ventanilla y la preferencial.

Transferencias ú Ordenes de Pago Internacionales. - Por medio de esta operación se reciben o se envían fondos de un país a otro y la fecha valor ( día de liquidación ) es, desde el mismo día, hasta 24 y 48 horas, generando comisiones por servicio y gastos de transmisión; estas operaciones se realizan a través de los servicios de corresponsalía que ofrecen los bancos extranjeros a los bancos mexicanos, pudiendo liquidarse en efectivo ( en Estados Unidos hasta 10,000.00 dólares ) o abonando en cuenta de cheques, para lo cual será necesario que el cliente ( ordenante ) indique el banco extranjero a través del cual se

hará la liquidación, y la forma de pago al beneficiario y demás datos de este. En este tipo de operaciones se concentran los volúmenes mas importantes. Debemos mencionar que a países con bloqueo económico de Estados Unidos, no se pueden enviar órdenes de pago ( Cuba ).

Documentos. - Nos referimos a los siguientes:

*Giros Internacionales.* Se trata de un documento emitido por un banco nacional o extranjero con cargo a un banco de otro país, que por lo general es un corresponsal, que contiene derechos de cobro por cierto importe en divisas al beneficiario, que bien puede ser el mismo cliente o un tercero, pudiendo expedirse en cualquier divisa, atendiendo a políticas del corresponsal, asimismo, el cliente debe hacerlo llegar al beneficiario siendo importante considerar que en Estados Unidos se pagan en efectivo hasta 10,000 dólares, para montos superiores será necesario ajustarse a los requerimientos de información que exige dicho país, y que generan comisiones. *Cheques Personales.* Son documentos que confieren derechos de cobro por cierto importe en divisas al beneficiario y son emitidos por los cuentahabientes. *Cheques de Viajero.* Son documentos emitidos principalmente por las marcas Visa y American Express, utilizados para el pago de bienes y servicios por todos aquellos que viajan al extranjero en plan de negocios o placer y preferidos sobre el efectivo por las ventajas que representan ya que son reembolsables en caso de defunción o de robo o extravío ( excepto para cheques de viajero en blanco ), son aceptados en millones de establecimientos afiliados en todo el mundo, no tienen vencimiento y por lo tanto pueden ser negociados en cualquier momento, se puede efectuar cambio de denominación o de divisa.

*Cobro Inmediato.* Son los giros y vales postales, giros telegráficos y cheques librados por particulares, empresas, instituciones de crédito, etc., a cargo de bancos ú oficinas de correos y telégrafos domiciliados en la misma plaza en que las oficinas de la institución los reciben de la clientela para abono en cuenta, pago en efectivo de algún servicio o crédito a favor del banco. *Remesas en Camino.* Son los giros y vales postales, giros telegráficos y cheques librados por particulares, empresas, instituciones de crédito, etc., a cargo de bancos o instituciones de crédito, ubicadas en ciudades del país o del extranjero, distintos a la localidad en que reside el banco que los acepta en firme.

*Carta de Crédito/ Crédito Documentario o Comercial.* Se trata de una promesa incondicional de pago que efectúa una institución de crédito ( Banco Emisor ) por cuenta de una persona física o moral ( ordenante, solicitante, importador o comprador ) ante otra persona ( beneficiario, exportador, o vendedor ), por conducto de otra institución de crédito ( Banco Notificador ), de pagar determinada suma o aceptar

letras a favor del exportador contra la presentación de determinados documentos y el cumplimiento de las condiciones estipuladas en la carta de crédito. Esta operación tiene como propósito facilitar la importación de bienes y servicios, proporcionando certeza del pago al vendedor de las mercancías o servicios negociados, siempre y cuando los documentos que presente cumplan con los requisitos establecidos para tal efecto.

De acuerdo a lo anterior, en esta operación se distinguen los siguientes participantes: comprador (ordenante), que es la persona que acude al Banco, al cual le solicita el establecimiento de una carta de crédito a favor de su vendedor, para pagar sus importaciones del mercado internacional; vendedor (beneficiario) ubicado en el extranjero; Banco del Comprador (Banco Emisor) es el banco que abre al comprador una carta de crédito de importación, por medio de la cual se obliga a pagarle al vendedor en los términos fijados en dicho documento; Banco del Vendedor (Banco Corresponsal o Banco Notificador) puede estar representado por alguna agencia de la institución en el extranjero, en operaciones internacionales, por lo general, el banco del vendedor es un banco corresponsal del banco nacional.

En cuanto al pago, puede ser a la vista o a plazo mediante aceptación. En el primer caso la obligación que asume el banco consiste en suscribir en calidad de aceptante una letra de cambio a la orden del beneficiario - vendedor, por el importe del crédito y contra la entrega del documento en orden expresamente señalados por el comprador. En el segundo, el vendedor recibe en pago de su embarque una Aceptación Bancaria la cual puede ser descontada para acelerar su pago, es decir, el vendedor otorga un plazo al comprador para que le liquide las mercancías en cumplimiento de dicho plazo, el banco mediante su firma (aceptación), garantiza plenamente al vendedor el pago, obteniendo la certeza de que al vencimiento de la letra, esta será debidamente cubierta.

Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo. Este constituye una particularidad del mercado cambiario mexicano, efectivamente, en ausencia de un mercado de futuros (abril de 1998 aun no entraba en operación el MexDer), el Banco de México creó en 1987 este mercado, con el propósito de diversificar los instrumentos que ofrecen cobertura contra riesgos cambiarios a todos aquellos que realizan operaciones en dólares de Estados Unidos. La reglamentación de este mercado se encuentra contenida en la circular 2019/95 Punto M.53 del Banco de México, de su lectura se desprenden los siguientes comentarios. Los intermediarios, Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa, deberán contar

con la autorización del Banco de México y sus nombres serán publicados en el Diario Oficial de la Federación. En cuanto a los participantes, estos podrán ser personas físicas y morales, nacionales y extranjeros que no tengan impedimento jurídico para hacerlo, así mismo, los intermediarios podrán realizar operaciones con organismos descentralizados, instituciones de crédito y casas de bolsa, pero no con casas de cambio. Este mercado tiene mayor movimiento en momentos de incertidumbre cambiario que cuando la situación es estable.

El precio y el tipo de cambio de referencia inicial es pactado libremente por las partes y expresado en moneda nacional por dólares de Estados Unidos y el plazo se extiende de 1 a 363 días naturales, la moneda de pago es moneda nacional y las operaciones se documentan en contratos marco que si bien pueden ser modificados por las características propias de cada una de ellas no al grado de que los contravengan. Se entiende por depreciación o apreciación el diferencial existente entre el tipo de cambio publicado por Banco de México en el Diario Oficial el día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de vencimiento de la operación y el tipo de cambio de referencia inicial pactado.

Las operaciones que realicen los intermediario podrán ser de venta o de compra de cobertura, en ambas el precio de la cobertura se paga en moneda nacional, máximo 2 días hábiles bancarios después de la fecha de contratación. En la primera, para el caso de darse una depreciación durante el plazo de vigencia de la operación, el participante recibe del intermediario una cantidad ( moneda nacional ) igual a la que resulte de multiplicar el monto de la depreciación observada durante dicho plazo por la cantidad de dólares de Estados Unidos objeto de la cobertura; por el contrario, en caso de darse una apreciación el participante paga al intermediario. En la compra de cobertura, para el caso de darse una depreciación durante el plazo de vigencia de la operación, el participante paga al intermediario una cantidad ( moneda nacional ) igual a la que resulte de multiplicar el monto de la depreciación observada durante dicho plazo por la cantidad de dólares de Estados Unidos objeto de la cobertura, viceversa, en caso de darse una apreciación el participante recibe del intermediario.

Las liquidaciones procedentes, antes referidas entre el participante y el intermediario, tanto para la compra como para la venta de cobertura se realizan el segundo día hábil bancario posterior a la fecha de vencimiento de la operación de cobertura.

Veamos ahora un ejemplo numérico y supongamos el caso de un importador que recibe crédito por 30 días de su proveedor para liquidar la compra, y su interés está en asegurar el valor de sus importaciones, para él, el riesgo está representado por el hecho de que el peso, en relación al dólar de Estados Unidos, se deprecie, por lo que supone una depreciación. Utilizaremos algunos datos que nos sirvieron para determinar la cotización forward en páginas anteriores.

Tasas activas: 25.00 ( pesos ); 13.50 ( dólares )

Tipo de cambio de referencia inicial: \$7.77

Valor de las importaciones: 10,000.00 dólares

Tipo de cambio del Diario Oficial al finalizar el plazo: \$8.10

El precio de la cobertura es de \$0.30 por dólar cubierto

1.- Al término de un mes el importador tendrá que liquidar a su proveedor:

$$i = 10,000.00 * .1350 * 30 / 360 = 112.50$$

$$\text{capital} + \text{intereses} = 10,112.50 \text{ USD}$$

2.- A fin de cubrir el riesgo de la devaluación el importador compra una cobertura (el intermediario vende ) para lo cual tendrá que pagar al intermediario el precio de la cobertura:

$$\$0.30 * 10,112.50 = \$3,033.75$$

3.- Supongamos que el importador obtiene un préstamo para pagar dicho precio:

$$i = 3,033.75 * .25 * 30 / 360 = 63.20$$

$$\text{capital} + \text{intereses} = \$3,096.95$$

este es el precio de la cobertura llevado a su valor futuro a 30 días y es el costo en que incurre el importador al cubrir sus importaciones del riesgo cambiario.

4.- Al término del mes y dada la depreciación ( \$8.10 ) del peso vs. el dólar de Estados Unidos, el importador ( participante ) recibe del intermediario:

$$8.10 - 7.77 = 0.33 \text{ por dólar}$$

$$10,112.50 \text{ dólares} * 0.33 = \$3,337.12$$

5.- El importador también tendrá que liquidar a su proveedor 10,112.50 dólares lo que significa una erogación de:

$$10,112.50 * 8.10 = \$81,911.25$$

6.- El costo global de las importaciones financiadas a través de un crédito con cobertura cambiaria es de:

$$\$3,096.95 + 81,911.25 - 3,337.12 = \$81,671.08$$

7.- De no haber comprado la cobertura el importador hubiera tenido que pagar \$81,911.25, por lo que obtiene un beneficio de:

$$\$81,911.25 - 81,671.08 = \$240.17$$

Pero ahora supongamos que el tipo de cambio al término de 30 días no es de \$8.10 sino de \$8.08, recalculando los puntos 4 a 7 tendríamos:

$$4a.- 8.08 - 7.77 = 0.31 \text{ por dólar}$$

$$10,112.50 * .31 = \$3,134.87$$

$$5a.- 10,112.50 * 8.08 = \$81,709.00$$

$$6a.- 3,096.95 + 81,709.00 - 3,134.87 = \$81,671.08$$

$$7a.- \$81,709.00 - 81,671.08 = \$37.92$$

De lo anterior se desprenden los siguientes comentarios: independientemente del tipo de cambio de fin del período, el costo de las importaciones es el mismo ( 6 y 6a ); el beneficio varía en función de la magnitud de la depreciación. Pero lo verdaderamente importante es que se puede conocer en la fecha inicial de concertación el valor de las importaciones de la siguiente forma:

Costo global de las importaciones con compra de cobertura	=	Valor Futuro del precio de la cobertura	+	Tipo de cambio de referencia inicial	*	Cantidad de dólares objeto de la cobertura
---	---	---	---	--------------------------------------	---	--

Sustituyendo con las cifras de nuestro ejemplo:

$$= [ 0.30*(1+(.25*30/360)) + 7.77 * 10,112.50$$

$$= [ 0.3062 + 7.77 * 10,112.50$$

$$= 8.0763 * 10,112.50$$

$$= 81,671.08$$

Esta cifra como vemos es igual a 6 y 6a; esta es la virtud principal del mercado de coberturas.

Veamos ahora el ejemplo del caso de un exportador al cual le liquidarán 10,000.00 dólares por producto de sus ventas en 30 días y su interés está en asegurar el valor de sus exportaciones, para él, el riesgo está representado por el hecho de que el peso en relación al dólar de Estados Unidos se aprecie, nuevamente utilizaremos algunos de los datos que nos sirvieron para determinar la cotización forward.

Tasas pasivas: 16.00 ( pesos ); 5.50 ( dólares )

Tipo de cambio de referencia inicial: \$7.77

Valor de las importaciones: 10,000.00 dólares

Tipo de cambio del Diario Oficial al finalizar el plazo: \$8.00

El precio de la cobertura es de \$0.25 por dólar cubierto

1.- El exportador concerta una venta de cobertura lo que le da derecho a recibir del intermediario ( compra la cobertura ):

$$\$0.25 * 10,000.00 = \$2,500.00$$

2.- Con estos recursos el exportador invierte y obtiene en un mes:

$$2,500.00 * .1600 * 30 / 360 = 33.33$$

$$\text{capital} + \text{intereses} = \$2,533.33$$

3.- Al término del mes, el exportador ( participante ) entrega al intermediario:

$$8.00 - 7.77 = 0.23 \text{ por dólar}$$

$$10,000.00 \text{ dólares} * 0.23 = \$2,300.00$$

4.- El beneficio para el exportador por haber cubierto su riesgo mediante la concertación de una cobertura es:

$$2,533.33 - 2,300.00 = 233.33$$

5.- El beneficio global del exportador, al recibir el pago de sus exportaciones es de:

$$10,000.00 \text{ dólares} * 8.00 + 233.33 = \$80,233.33$$

6.- De no haber realizado la venta de cobertura el beneficio hubiera sido:

$$10,000.00 \text{ dólares} * 8.00 = \$80,000.00$$

Pero ahora supongamos que el tipo de cambio al término de 30 días no es de \$8.00 sino de \$8.05, recalculando los puntos 3 a 6 tendríamos:

$$3a.- 8.05 - 7.77 = 0.28 \text{ por dólar}$$

$$10,000.00 \text{ dólares} * 0.28 = \$2,800.00$$

$$4a.- 2,533.33 - 2,800.00 = - 266.67$$

$$5a.- 10,000.00 \text{ dólares} * 8.05 - 266.67 = \$80,233.33$$

$$6a.- 10,000.00 \text{ dólares} * 8.05 = \$80,500.00$$

en este caso el exportador deja de ganar: \$266.67

Como ya dijimos la principal ventaja de las Coberturas Cambiarias es que permiten conocer en la fecha de concertación, para este ejemplo, el valor de las exportaciones, de la siguiente forma:

Ingreso por Expor- taciones con venta de cobertura	=	Valor Futuro del precio de la cobertura	+	Tipo de cambio de referencia inicial	*	Cantidad de dólares objeto de la cobertura
--	---	---	---	--	---	--

Sustituyendo con las cifras de nuestro ejemplo

$$= [ 0.25 * (1 + (.16 * 30 / 360)) + 7.77 * 10,000.00$$

$$= [ 0.2533 + 7.77 * 10,000.00$$

$$= 8.0233 * 10,000.00$$

$$= 80,233.33$$

esta cifra como vemos es igual a 5 y 5a

La reglamentación de las operaciones que las Instituciones de Crédito realicen en el mercado cambiario se encuentran contenidas en:

Circular 2019/95 de Banco de México, Puntos M.51 ( mercado de divisas ), M.53 ( mercado de coberturas cambiarias de corto plazo ), M.54 ( mercado de futuros y opciones ), M.83 ( pasivos en moneda extranjera ), M.61 ( posiciones de riesgo ).

Ley del Banco de México ( Artículos 26 a 29, 32 y 33 ).

Ley de Instituciones de Crédito ( Artículo 46.XII ).

Reglas relativas a los requerimientos de capitalización y establecimientos de filiales de instituciones financieras del exterior.

Disposiciones aplicables a la determinación de tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana.

Las **Casas de Cambio** pueden realizar las operaciones que se señalan en los Artículos 81-A y 82 de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, y que son las siguientes: compra - venta de billetes y cheques de viajero; compra o cobranza de documentos a la vista a cargo de entidades financieras, sin límite por documento; venta de documentos a la vista que las casas de cambio expidan a cargo de instituciones de crédito del país, sucursales y agencias en el exterior de estas últimas, o bancos

del exterior; compra - venta mediante transferencias de fondos sobre cuentas bancarias. Como vemos estas operaciones son similares a las que realizan las instituciones de crédito y ya quedaron ampliamente detalladas. Las casas de cambio realizan operaciones similares a las de los dealers internacionales y necesitan autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, actualmente funcionan 34 de las cuales 30 están afiliadas a la Asociación Mexicana de Casas de Cambio, A.C., misma que las agrupa de la siguiente manera: 4 bancarias, 7 bursátiles, 18 independientes y 1 filial del extranjero. Entre otros requisitos requieren de un capital mínimo pagado de \$21'671,000.00 ( Diario Oficial del 3 de abril de 1998 ) lo que motiva que las que no puedan cumplirlo queden simplemente como Establecimientos Cambiarios.

La reglamentación de las operaciones de las casas de cambio se encuentran contenidas en: Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito ( Artículos 81 - 87A ).

Los **Establecimientos Cambiarios** no necesitan autorización de la SHCP y por lo tanto no se encuentran reguladas ni supervisadas por autoridad alguna por lo que se les relaciona frecuentemente con actividades ilícitas ( lavado de dinero ) y como distorsionadores del mercado cambiario ya que el spread entre compra y venta llega a ser hasta de un peso. Las operaciones que pueden realizar son las siguientes: compra - venta de billetes y cheques de viajero; compra de documentos a la vista a cargo de entidades financieras, hasta por un monto equivalente no superior a 3,000 dólares de los Estados Unidos por documento, mismos que solo podrán venderlos a instituciones de crédito y casas de cambio. Se calcula que actualmente operan entre 2,500 y 3,000 Establecimientos Cambiarios en el país.

Las **Casas de Bolsa** las consideramos solo porque pueden operar, al igual que las instituciones de crédito, coberturas de corto plazo, a las que ya nos referimos con antelación.

#### IV.2.3 MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES

La adopción en diciembre de 1994 de un sistema de tipo de cambio libre propició que las autoridades desarrollaran el establecimiento de un mercado de futuros y opciones del tipo de cambio, es importante mencionar que en 1985 el Banco de México prohibió la liquidación con pesos fuera de territorio nacional lo que provocó que dejaran de cotizarse los futuros del peso en el Chicago Mercantil Exchange ( lo que se hacía desde 1972 ), esta medida se adoptó porque se identificó a esta cotización como un

factor de especulación contra el peso, no obstante, en abril de 1995, el peso reapareció listado a través de futuros y opciones en aquel mercado, negociándose, a junio de 1997, un promedio de 400 millones de dólares y 37,000 contratos abiertos.

Actualmente la reglamentación de los mercados de compra - venta de dólares a futuro y de opciones de compra y venta de dólares se encuentra contenida en la circular 2019/95 del Banco de México Punto M.54.

El mercado de futuros tal como lo conocemos actualmente, se inició en 1865 en la Bolsa de Chicago, las operaciones que se realizaban eran sobre productos físicos ( commodities ) específicamente granos a los que posteriormente se adicionaron metales, petróleo y sus derivados, etc., en 1972 se comenzaron a listar contratos de futuros sobre moneda extranjera, en 1976 sobre activos financieros tales como pagarés sobre créditos hipotecarios o bonos del tesoro, en 1981 sobre depósitos en eurodivisas y eurodólares, en 1982 sobre índices accionarios.

A los mercados de futuros se les identifican las siguientes ventajas, al menos las mas relevantes: son un instrumento importante en la formación de precios lo cual es relevante dado el grado de volatilidad de los activos subyacentes ( tipo de cambio, granos, metales, índices, tasas, etc. ), de esto se deriva a su vez la necesidad de contar con instrumentos que ofrezcan cobertura sobre los riesgos que implica dicha volatilidad, con lo cual contribuyen a desarrollar los sistemas financieros, si a esto aunamos los avances tecnológicos en telecomunicaciones y sistemas de información automatizados característicos de la globalización que vivimos hoy día, entenderemos porque estos mercados han crecido tan espectacularmente y porque nuestras autoridades decidieron desarrollar el Mercado Mexicano de Derivados ( MexDer ).

Este mercado será una sociedad anónima de capital variable que tendrá como principales objetivos<sup>54</sup>:

Ofrecer la infraestructura física para la cotización, negociación y difusión de información de contratos de futuros y contratos de opciones; establecer el marco regulatorio para la cotización, negociación y difusión de información de contratos de futuros y contratos de opciones; llevar programas permanentes de auditoría a sus miembros; vigilar la transparencia, corrección e integridad de los procesos de

---

<sup>54</sup> Prospectos del Mercado Mexicano de Derivados.

formación de precios, así como la estricta observancia de la normatividad aplicable en la contratación de las operaciones; establecer los procedimientos disciplinarios para sancionar aquéllas infracciones cometidas por los miembros y garantizar que las operaciones se lleven a cabo en un marco de transparencia y confidencialidad absoluta.

Asimismo podrán ser miembros y con ello participantes de MexDer: casas de bolsa, instituciones de crédito, casas de cambio autorizadas y otras personas morales no financieras pudiendo negociar contratos de futuros y opciones sobre el dólar ( se negociarán además sobre el Índice de Precios y Cotizaciones, Bonos y Acciones ), también, podrán actuar por cuenta propia, de clientes y por cuenta propia formadores de mercado.

En cuanto al contrato sobre tipo de cambio podemos señalar lo siguiente:

#### I.- Estructura del Contrato

- a) Subyacente: dólar de Estados Unidos de Norteamérica (USD).
- b) Tamaño del Contrato: USD 20,000 pagaderos en pesos (\$).
- c) Periodo del Contrato: Ciclo trimestral: marzo, junio, septiembre y diciembre; hasta por un año, además de 2 plazos próximos cercanos.

#### II.- Cotización

- a) Clave de Pizarra: DEUA más mes y año de vencimiento: DEUAMR97 ( marzo de 1997 ).
- b) Unidad de Cotización: \$ pesos.
- c) Tamaño Mínimo de la Puja: \$0.002.
- d) Valor de la Puja por Contrato:  $\$40.0 = (\$0.0020 \text{ por dólar multiplicado por el tamaño del contrato})$ .

#### III.- Negociación

- a) Método de Negociación: viva voz en mercado continuo.
- b) Horario de Negociación ( tiempo de la ciudad de México ): las sesiones iniciarán simultáneamente con la Bolsa Mexicana de Valores esto es de 8.30 a 15.00 P.M. Referencias de Mercado: mercado FX Spot: 9.00 AM a 13.30 PM; mercado de dinero: 9.00 AM a 14.00 PM.
- c) Ultimo día de Negociación: tercer día hábil previo al día de liquidación.
- d) Fecha de Vencimiento del Contrato: segundo día hábil previo al día de liquidación.
- e) Negociación de Nuevos Contratos: comenzarán el día de la liquidación.

f) Períodos de Negociación de Nuevos Contratos: se introducirán nuevos períodos para la negociación de contratos, si el MexDer lo considera necesario.

#### IV.- Liquidación

a) Liquidación Final: cuarto miércoles del mes de vencimiento o el día laborable siguiente, si el primero es día no laborable.

b) Procedimiento para la Liquidación: los saldos en pesos se liquidarán en México y los saldos en USD en Estados Unidos.

c) Estimación del Precio para la Liquidación Diaria: se estimarán en el siguiente orden: el precio promedio ponderado de los futuros de los últimos cinco minutos de la sesión; el precio de la última operación del día; el promedio ponderado de la mejor oferta de compra y de venta al cierre; el precio que resulte de la subasta del MexDer; el precio promedio ponderado de la mejor oferta de compra y de venta de la subasta; el precio que se derive de acuerdo a los niveles de tasas y del mercado spot para tener una referencia teórica.

d) Precio de Entrega: el precio de cierre del mercado spot a 48 horas que se negocia en la BMV; el FIX que determine el Banco de México para el pago en dólares.

#### V.- Límites a las Posiciones

a) Límites: se permitirá que casas de bolsa y clientes con posición en spread mantengan hasta 10,000 contratos, en cada lado del mercado; se permitirá que clientes sin posición spread mantengan hasta 8,000 contratos, en cada lado del mercado; ninguna posición podrá exceder 2,500 contratos, tres semanas antes a la fecha de vencimiento, en cada lado, del contrato a vencer; ninguna posición podrá exceder 1,000 contratos, una semana antes a la fecha de vencimiento, en cada lado, del contrato a vencer.

La publicación en el Diario Oficial de la Federación de las Reglas a las que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un mercado de futuros y opciones cotizados en bolsa, por parte de la SHCP, Banco de México y Comisión Nacional Bancaria y de Valores el 31 de diciembre de 1996, permitió la constitución formal de MexDer, dichas Reglas se complementan con el Marco de Regulación Prudencial que la misma Comisión publicó en el mismo órgano de difusión el 26 de mayo de 1997.

En las Reglas encontramos las definiciones de los elementos que participan en MexDer, únicamente haremos referencia a las mas importantes, genéricamente hablando y redactadas en términos afines a los propósitos específicos de nuestro trabajo. Se entiende por Activo Subyacente al tipo de cambio; por Aportación al efectivo que deba entregarse a los socios liquidadores y en su caso a los operadores por cada contrato abierto, para procurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de los contratos de futuros y opciones; por Aportaciones Iniciales Mínimas a la aportación que deberá entregar cada socio liquidador a la cámara de compensación por cada contrato abierto; por Cámara de Compensación al fideicomiso que tenga por fin compensar y liquidar contratos de futuros y opciones, actúa como contraparte en cada operación que se celebre en Bolsa; por Clientes a las personas que celebren contratos de futuros ú opciones en bolsa a través de un socio liquidador ú operador que actúe como comisionista de un liquidador; por Contrato Abierto a la operación celebrada en bolsa por un cliente a través de un socio liquidador.

Por Contrato de Futuro al contrato estandarizado en plazo, monto, cantidad y calidad entre otros, para comprar o vender dólares, a un cierto precio, cuya liquidación se realizará en una fecha futura; por Contrato de Opción al contrato estandarizado en el cual el comprador mediante el pago de una prima adquiere del vendedor el derecho, pero no la obligación, de comprar ( call ) o vender ( put ) dólares a un precio pactado ( precio de ejercicio ) en una fecha futura, y el vendedor se obliga a vender o comprar, según corresponda, los dólares al precio convenido, el comprador puede ejercer dicho derecho según se haya acordado en el contrato respectivo, si en el contrato de opción se pacta el pago de diferencias, no se realizará la entrega de los dólares; por Excedente de Aportación Inicial a la diferencia entre la aportación inicial y la aportación inicial mínima solicitada al socio liquidador por la cámara de compensación; por Fecha de Cancelación al día en que se extingue una operación por llegar a su vencimiento o por la celebración de una operación contraria; por Fondo de Aportaciones al fondo constituido en la cámara de compensación con las aportaciones iniciales mínimas.

Por Fondo de Compensaciones al fondo constituido en la cámara de compensación con el diez por ciento de la suma de todas las aportaciones iniciales mínimas; por Liquidaciones Diarias al dinero recibido o entregado producto de la valuación diaria que realice la cámara de compensación; por Liquidaciones Extraordinarias al dinero que exija la cámara por circunstancias especiales; por Operador de Piso a la persona física contratada por un socio operador o liquidador para ejecutar órdenes para la celebración de contratos de futuros y opciones; por Socio Liquidador al fideicomiso socio de la bolsa y

que participe en el patrimonio de la cámara cuyo propósito es celebrar y liquidar por cuenta de clientes, contratos de futuros y opciones operados en bolsa; por Socio Operador al socio de la bolsa que actúa como comisionista de uno o mas socios liquidadores en la celebración de contratos de futuros y opciones.

En cuanto al contrato de futuros podemos decir que su precio se determina de la misma forma que forward, por lo que hace al funcionamiento del mercado y con base a las definiciones anteriores diremos que las operaciones de compra - venta se llevan a cabo en bolsas organizadas y reguladas por las autoridades pudiendo realizarse de viva voz ( en otros mercados también se realizan electrónicamente o mixta ), una vez realizada la transacción, esta pasa a la Cámara de Compensación, quién se constituye como contraparte del comprador y del vendedor y es quien liquida y compensa los contratos negociados.

Para el comprador de un contrato, esto es que mantiene una posición larga, su ganancia se presenta a medida que el valor del tipo de cambio va subiendo de precio en relación al que el pactó comprar; la pérdida cuando dicho valor baja. Para el vendedor de un contrato, esto es que mantiene una posición corta, la ganancia se presenta a medida que el valor del tipo de cambio baja y la pérdida a medida que el valor sube.

Otro elemento importante son las aportaciones o margenes, estas se cubren en efectivo al momento en que se pacta un contrato y es entregada a la cámara de compensación, se establece entre 2 y 10% del valor de la posición y esta determinado por condiciones de mercado, este margen sirve como garantía de cumplimiento a las obligaciones contraídas, para formar un fondo en la cámara y para realizar ganancias diarias, así por ejemplo el incremento del precio futuro del tipo de cambio representa una ganancia para el comprador y una pérdida para el vendedor, en tales condiciones la cámara transfiere de la cuenta de este último a la cuenta de aquel, el importe de la diferencia entre los precios.

Las llamadas de margen se dan cuando el mercado se mueve en contra, lo que hace que el valor neto depositado en la cuenta de margen caiga por abajo de su nivel mínimo, por lo que el inversionista tendrá que reconstituir la garantía. Las llamadas de supermargen se dan en casos de extrema volatilidad. Los comentarios anteriores nos permiten inferir que los futuros implican una valuación diaria y por lo tanto la realización igualmente diaria de pérdidas y ganancias que se compensan a través de la cámara.

Por lo que hace a las Opciones, su origen se ubica alrededor de 1973, favoreciendo en ello el desarrollo de la fórmula de Black & Scholes<sup>55</sup> que permitió determinar su precio, también coadyuvó la introducción de opciones sobre acciones, incluso la literatura que existe sobre el tema hace referencia a aquellas, salvo que se especifique lo contrario, no obstante que en la actualidad han proliferado una gran cantidad de instrumentos derivados e indudablemente la alta volatilidad de los precios financieros (tasas de interés, tipo de cambio, etc.) de principios de los 70's.

De la definición de lo que es un contrato de opción referido en líneas anteriores se desprenden los siguientes comentarios. Las opciones de compra o call dan al adquirente el derecho de comprar cierta cantidad de dólares a cierto precio (precio strike) y las de venta o put a venderla; asimismo, si la opción solo puede ser ejercida hasta su vencimiento se trata de una opción estilo europeo, si se puede ejercer durante la vigencia de la opción nos referimos a una opción estilo americano. Como vemos, en las opciones de call o put se distingue: el comprador, que es quien adquiere la opción y por lo tanto paga la prima, es decir, el precio de la opción, con lo que asume la posición larga en la opción (call o put largos); y el vendedor que crea o vende la opción (también se le identifica como el emisor o suscriptor) y por lo tanto recibe la prima, con lo que asume la posición corta en la opción (call o put cortos), éste está subordinado a la decisión que tome aquel.

Por lo que hace al precio de la opción (la prima) este se ve determinado por el tipo de cambio, su volatilidad, la tasa de interés y el tiempo.

El incremento del tipo de cambio por encima del de ejercicio significa un beneficio para el comprador de una opción de compra; la disminución del tipo de cambio por abajo del de ejercicio significa un beneficio para el comprador de una opción de venta. En ambos casos el comprador ejercería la opción. Dado que las opciones representan instrumentos de cobertura o simplemente de inversión o especulación, se pueden conjugar varios tipos de ellas, así la combinación, más popular por cierto, de utilizar un put y un call con precio de ejercicio y fecha de vencimiento iguales, se conoce como straddle (lo puede haber largo y corto), si se combina un call y dos put se llama strip, dos call y un put se llama strap; otro tipo de combinación recibe el nombre de strangle la cual consiste en la compra de una opción de venta y una opción de compra o la venta de una opción de compra y una opción de venta, en ambas la fecha de vencimiento es la misma pero los precios de ejercicio son diferentes; finalmente la combinación guts, que

---

<sup>55</sup> Ha sido tal la importancia de dicha fórmula que Myron S. Scholes se hizo merecedor del Premio Nobel de Economía 1997, junto con Robert C. Merton; Fisher Black murió en 1995.

es similar al straddle y al strangle, involucra la compra o la venta de una opción de venta y una de compra, en estas las dos opciones tienen la misma fecha de vencimiento, pero el precio de ejercicio del put es mayor que del call.

Finalmente nos referiremos a otros términos que se utilizan en las opciones, solo con propósitos enunciativos que son los mismos por los que nos permitimos hablar de las combinaciones, ya que el propósito es solo familiarizarnos, en términos generales, con la terminología y el funcionamiento de las opciones.

En una opción de compra cuando el precio de ejercicio de la opción, es decir el tipo de cambio establecido, es menor que el tipo de cambio al momento de querer hacer una operación, se dice que la opción está dentro del dinero, es decir, tiene un valor positivo si es que se quiere vender; si el precio de ejercicio fuera mayor, se dice que está fuera del dinero, es decir, nadie desearía comprarlo, si fueran iguales ambos precios, se dice que la opción está exactamente en el dinero. Lo contrario sucede en las opciones de venta.

## CONCLUSIONES

Como hemos podido ver a lo largo de esta exposición, los sexenios que han concluido a partir de 1976 lo han hecho en medio de tremendas crisis cambiarias que han afectado seriamente el bienestar de los mexicanos, esas crisis se han originado en la incongruencia que observan las políticas cambiaria, fiscal, monetaria y comercial. Si tomamos como punto de referencia nuestro primer período estudiado, a grandes rasgos, que fue el Desarrollo Estabilizador, veremos que la estabilidad del tipo de cambio se debió básicamente al atinado manejo de la política monetaria que condicionó a su vez a la fiscal, es decir, se observan déficits públicos financiados no con crédito interno del Banco de México sino con recursos derivados del ahorro interno vía encaje legal, por su parte, los déficits en cuenta corriente, que si bien no desaparecieron, se conservan manejables y financiados con préstamos del exterior.

En contraposición, observamos que a partir del 2º semestre de 1972 con el inicio del Desarrollo Compartido se busca dinamizar la economía mediante el gasto público financiado con el crédito interno, lo que deriva en una presión sobre la inflación y la demanda interna y lleva a la economía a incurrir en déficits en cuenta corriente financiados con préstamos, mismos que al interrumpirse su acceso provocaron la devaluación de 1976. Como vemos, perturbaciones fiscales y monetarias dentro de un contexto de tipo de cambio fijo, desembocaron en desequilibrios que atentaron contra las reservas, al no poder mantenerlas vía el endeudamiento, sobrevino la crisis.

Este ejemplo constituye una típica situación de desequilibrio, es decir, incurrir en déficit fiscal y pretender, mediante la estabilidad del tipo de cambio, evitar la espiral inflación - devaluación.

Posteriormente, el mantenimiento de elevados crecimientos de la economía (8% en 1978-1981) nos llevaron a incurrir en excesivos crecimientos de demanda agregada y en déficits comerciales cuantiosos (liberación comercial) financiados con petrodólares y préstamos ofrecidos fácilmente dada la liquidez internacional y la garantía de nuestro petróleo, además se observa la persistencia del déficit fiscal, dentro de un contexto de deslizamiento controlado pero insuficiente, de modo que en 1981 al elevarse las tasas de interés internacionales y bajar los precios del petróleo, nuevamente desembocamos en crisis cambiaria que se traduce en la tradicional flotación que sigue al anuncio del Banco de México de su retiro del mercado de cambios, deslizamiento controlado, régimen dual, control de cambios y flexibilización de éste al reconocer tres tipos de cambio; todo en el lapso de un año ( 1982 ).

El sexenio Delamadrista conserva el control de cambios con deslizamiento controlado pero nuevamente insuficiente dada la elevada inflación y el efecto generado por el gasto público, así las cosas la caída nuevamente de los precios del petróleo en 1986 y de la Bolsa Mexicana de Valores en 1987, llevan a instrumentar el Pacto de Solidaridad Económica en el que se asigna al tipo de cambio la función de estabilizar los precios, es decir, se constituye en el ancla nominal de éstos.

La firma del Pacto, implicó la puesta en práctica de los Programas de Estabilización No ortodoxos, además, de que se continuó con la adopción del Modelo Neoliberal, el cual descansa en los fundamentos de mercado e implica una apertura al exterior, los efectos sobre nuestra economía, para el período 1987-1994, se pueden evaluar a la luz del análisis de las cifras referidas en la última parte del capítulo III, de ello se desprenden comentarios importantes, veamos.

Los programas de estabilización basados en el tipo de cambio, ciertamente han mostrado ser exitosos (Argentina e Israel) al disminuir considerablemente los índices de inflación, sin embargo dada la abundante afluencia de capitales provocan o una sobrevaluación del tipo de cambio y con ello déficit en cuenta corriente que deteriora la capacidad productiva o una acumulación de reservas que de monetizarse derivará en presión sobre la demanda agregada y con ello sobre la inflación, con lo que detona el conflicto entre mantener el tipo de cambio fijo y frenar la inflación.

México optó por esterilizar parte de las divisas con el costo sobre la tasa de interés, otra parte de ellas se destinó a insumos de bienes intermedios, de capital y seguramente a consumo suntuario.

Todo parece indicar que no hay consenso en cuanto a la sobrevaluación del tipo de cambio, dado el comportamiento de las exportaciones, ya que si bien estas crecieron como promedio anual en 12.08% ( Capítulo III.2 ) para el período 1988 - 1994, también es evidente la sobrevaluación, que alcanzó hasta el 15.89% en diciembre de 1993, con todo y las limitaciones que su cálculo implique, esta sobrevaluación de hecho significa un subsidio para los importadores, de modo que esta falta de consenso obedece a desconocimiento del concepto de sobrevaluación o a conveniencia. Pero en lo que si lo hay es en el abultado déficit en cuenta corriente que alcanzó niveles exorbitantes y lo mas peligroso, financiado con inversión extranjera de cartera, de modo que la acumulación de reservas se debió al flujo de capitales “golondrinos” atraídos por la tasa de interés superior que México ofrecía y a un tipo de cambio que eliminaba el riesgo cambiario y no a la congruencia del tipo de cambio real y el

comportamiento de las cuentas comerciales con el exterior, si a esto aunamos el cambio en las expectativas de los inversionistas extranjeros motivado por el incremento de las tasas de interés en EUA y los trágicos sucesos políticos acaecidos en Marzo y Septiembre de 1994 nos damos cuenta de la inseguridad en la viabilidad del proyecto económico por parte de dichos inversionistas, lo que nos enseña que los flujos de capital no deben interpretarse como permanentes ni las fugas de capital como temporales.

No descartamos presiones por parte de los grandes fondos de inversión ( Weston Forum ) de Wall Street para que México no devaluara, lo que enfatiza que la revaluación cambiaria es funcional a los intereses de los mercados financieros pero no para el país que la adopta, pero ciertamente el aumento de la liquidez por parte del Banco de México alentó las presiones sobre el peso.

Esta experiencia no enseña y reiterando la necesidad de coordinar las políticas cambiarias, fiscal, monetaria y comercial, que si bien se observó disciplina fiscal y monetaria, se relajó la política cambiaria en detrimento de la comercial, es decir, el proyecto económico originalmente viable dejó de serlo al no realizar los ajustes necesarios.

Con tantos tropiezos, a la luz de tantos regímenes cambiarios puestos en práctica surge la pregunta ¿Cual es el régimen óptimo?.

Hemos visto que la rigidez impuesta por los tipos de cambio fijos, no es exactamente lo recomendable para una economía como la nuestra, incluido el Consejo Monetario, también hemos visto que la libre flotación se ha instrumentado en México en casos de crisis, amén de que en la práctica no existen en su forma pura debido a la extrema volatilidad que los caracteriza, no obstante el uso de un mercado de futuros que permita marcar el rumbo, en nuestro país dicho mercado aún no entra en funciones, pero es de esperarse que al igual que muchos otros albergue operaciones especulativas.

De acuerdo a los comentarios anteriores, las condiciones actuales de la economía favorecen un régimen de flotación intervenido por Banco de México, que por un lado contrarreste las presiones revaloratorias que ocasiona la entrada de capitales a través de la instrumentación de las subastas y contratos de opciones actualmente en vigor, o de plano el establecimiento de un piso, y por otro dejar que la moneda se deprecie en caso de salida de capitales; las autoridades estan concientes que el contar con un acervo

importante de divisas da seguridad y confianza, y evita la volatilidad extrema, por eso se han abocado en este sentido, a pesar de que en un régimen de flotación esto no tiene sentido.

Y es que en un mundo caracterizado por la globalización ningún país es inmune, de tal forma que dada la dependencia del ahorro externo y en tanto no se canalice a inversión directa, será necesario cuidar los aspectos que tradicionalmente consideran los inversionistas extranjeros esto es: comportamiento de las cuentas con el exterior, financiamiento del déficit, plazo de la deuda y el estado que guarda el sistema bancario.

Lo ideal sería un régimen de desliz gradual, ya que el manejar objetivos cambiario con políticas coherentes siempre dará, como dijimos anteriormente, confianza y certidumbre a los agentes económicos, lamentablemente aún no hay condiciones de estabilidad y crecimiento sostenido para adoptarlo.

Por lo mientras tendremos que observar una estricta disciplina monetaria y fiscal y seguir avanzando en el cambio estructural y no permitir que el tipo de cambio se aprecie, con todo y que este concepto conlleva el tipo de cambio real o de equilibrio y por lo tanto hace referencia a la paridad del poder adquisitivo que como vimos, tiene sus deficiencias teóricas y técnicas, pero ciertamente proporciona un punto de referencia, peor es no tener nada.

En pocas palabras, la estabilidad que proporciona la política monetaria y fiscal y la productividad resultado del cambio estructural y la política comercial son las mejores defensas para evitar crisis cambiarias recurrentes.

Y es precisamente sobre la estabilidad que queremos hacer nuestro último comentario. El artículo 28 constitucional concede al Banco de México autonomía en el manejo de la política monetaria y le asigna procurar el valor constante de la moneda, estos elementos son los mas adecuados para lograr la estabilización, aunque ciertamente no garantiza el éxito, además la adopción de la libre flotación implicó la sustitución del tipo de cambio como ancla nominal de los precios por la política monetaria, específicamente el manejo del crédito interno, ya que al operar éste se actúa sobre la tasa de interés, el tipo de cambio y en general sobre todos los precios de la economía.

Pero antes de reflexionar sobre el carácter monetario que registro la inflación durante la década de los noventa, asociado a fenómenos estructurales que han dificultado una mayor autonomía de la producción interna en relación con el mercado externo, han sido dos factores fundamentales que permiten explicar las limitaciones de una reducción rápida y perdurable de la inflación y de la constante inestabilidad que muestran las cuentas externas y por consecuencia el tipo de cambio.

La experiencia económica muestra que las fluctuaciones del tipo de cambio y en consecuencia los movimientos de precios se han reflejado en una importante presión al alza sobre las tasas de interés y en este sentido sobre la restricción de la inversión y el crecimiento económico.

Es importante recordar que bajo el esquema de flotación libre, el tipo de cambio dejó de ser el ancla nominal de precios domésticos en México, dejando este papel al manejo y control de la liquidez interna de la economía después de diciembre de 1994. La restricción monetaria por la que ha atravesado la economía desde 1995, ha mostrado ser un instrumento de política monetaria eficaz para controlar el repunte de precios, provocado por la última devaluación, este tipo de política monetaria permitió un descenso en la trayectoria de precios y de tasas de interés lo cual ha favorecido una recuperación gradual del crecimiento económico y de la inversión.

A fuerza de ser insistentes, después de que se operó la devaluación cambiaria en diciembre de 1994, se abandonó el manejo del tipo de cambio como ancla nominal de los precios al establecerse una política de flotación basada en la libre convertibilidad en función de la oferta y demanda existentes en el mercado.

Por su parte, la política monetaria se planteó como objetivo fundamental en reducir al máximo los efectos cambiarios sobre la inflación y por consecuencia sobre las tasas de interés. Lo anterior permite explicar como a pesar de modificarse la paridad cambiaria en mas de un cien por ciento después de diciembre de 1994, el efecto directo sobre los precios fue de 50 puntos porcentuales más respecto al nivel que había registrado en 1994.

La estrategia monetaria se basó en mantener un control estricto sobre el crecimiento de la base monetaria en relación al crecimiento de precios esperados y el nivel del producto interno bruto para cada año, mediante un control estricto del crédito interno neto del Banco de México ( Base Monetaria menos Reservas Internacionales ), lo cual permitió mantener un nivel de liquidez acorde con el nivel de precios

y por consecuencia de las tasas de interés lo que ha favorecido una disminución rápida del nivel general de precios y de las tasas de interés.

La estrategia anteriormente descrita se puede apreciar en los informes de política monetaria publicados por el Banco de México a partir de su autonomía en 1995. De esta forma se pone de manifiesto como en las diferentes etapas del crecimiento económico de México los procesos inflacionarios se caracterizaron entre otros factores, por el carácter monetario de la inflación, el cual se corrigió mediante controles directos a la liquidez acordes con los niveles de activos internacionales, y la reducción importante del déficit financiero del sector público que durante varias décadas había sido financiado mediante la expansión del crédito primario del Banco de México, con efectos nocivos sobre los niveles de demanda interna y por consecuencia sobre la inflación.

Finalmente, cabe destacar que en la medida que se mantenga el manejo adecuado de la liquidez interna en nuestra economía, permitirá más fácilmente ir avanzando en la reducción de los niveles de inflación y de tasas de interés en apoyo a la reducción del costo del dinero y por tanto del estímulo a la inversión productiva, tanto de origen interno como externo. De hecho lo anterior ha permitido a la economía nacional reducir los efectos adversos que ha implicado el deterioro financiero de las economías del sudeste asiático, y favorecido la posición de México como mercado emergente captador de recursos externos, situación que se ha reflejado en el nivel de activos internacionales netos ( activos internacionales brutos menos compromisos con el Fondo Monetario Internacional ) que al cierre de 1997 se encuentran cercanos a los 20,000 millones de dólares.

La fortaleza económica que esto ha implicado se ha manifestado en la recuperación del crecimiento del Producto Interno Bruto durante los dos últimos años a tasas superiores al aumento de la tasa de población, situación relevante si se considera la fuerte caída de la producción en 1995.

Conviene realizar una reflexión adicional importante, y esta tiene que ver con la posición de la balanza en cuenta corriente, y es que se ha satanizado tanto al déficit en dicha cuenta, que todo parece indicar que incurrir en él es de los peores males que puede padecer una economía, pero ciertamente el superávit es igualmente dañino ya que para los países que incurren en él significa incrementar sus reservas internacionales que de monetizarse atizarán la inflación, salvo que se opte por su esterilización, lo cual tiene un costo ( tasa de interés ), la otra opción es exportar capitales los cuales se adicionarán a la

liquidez mundial de la que son captadores básicamente los países deficitarios, para estos el riesgo está representado por la volatilidad de dicha liquidez ya que esta busca solo rendimiento.

De estos comentarios se infiere la importancia de la teoría la cual recomienda el equilibrio en cuenta corriente y de capitales.

## BIBLIOGRAFIA:

- 1.- Raymond Barre  
Economía Política Tomo II  
Editorial Ariel, Barcelona-Caracas-México, 1977
- 2.- Aspectos Deflacionarios de la Devaluación del Peso Mexicano de 1976  
José Córdoba y Guillermo Ortiz  
Documentos de Investigación N° 9 Banco de México
- 3.- Miltiades Chalcholiades  
Economía Internacional  
Editorial Mc Graw Hill, Colombia, 1992
- 4.- Lester V. Chandler  
Introducción a la Teoría Monetaria  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1947
- 5.- Dominick Salvatore  
Economía Internacional  
Editorial Mc Graw Hill, Colombia, 1992
- 6.- Ellsworth P.T. y J. Clark Leith  
Comercio Internacional  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1981
- 7.- Ernesto Fernández Hurtado comp.  
Cincuenta Años de Banca Central  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1976
- 8.- Antonio Gómez Olivier  
Políticas Monetaria y Fiscal  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1981
- 9.- René Villareal  
Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México  
Un Enfoque Neoestructuralista (1929-1988)  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1988
- 10.- Pedro Aspe Armella  
El Camino Mexicano de la Transformación Económica  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1993
- 11.- Héctor Guillén Romo  
Los Mercados Financieros y el Derrumbe del Neoestructuralismo Mexicano  
Revista Investigación Económica, Facultad de Economía  
UNAM, N° 215

- 12.- Monedas Prehispánicas  
Revista Artes de México N° 103, Año XV, 1968
- 13.- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
- 14.- Ramón Ramírez Gómez  
La Moneda, El Crédito y La Banca  
Instituto de Investigaciones Económicas  
UNAM, 1988
- 15.- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos
- 16.- Kenneth K. Kurihara  
Teoría Monetaria y Política Pública  
Editorial Fondo de Cultura Económica, México, 1982
- 17.- Charles P. Kindleberger  
Economía Internacional  
Editorial Aguilar, Madrid, 1982
- 18.- Gustav Casel  
Economía Social Teórica  
Editorial Aguilar, Madrid, 1960
- 19.- Delbert A. Snider  
Introducción a la Economía Internacional  
Editorial UTEHA, México, 1961
- 20.- Catherine Mansell Carstens  
Las Nuevas Finanzas en México  
Instituto Tecnológico de México  
México, 1992
- 21.- Emilio Heredia y García  
Curso Mercado Cambiario y de Futuros  
Facultad de Economía  
Centro de Educación Continua  
UNAM, 1997
- 22.- Proyectos del Mercado Mexicano de Derivados  
Bolsa Mexicana de Valores
- 23.- La Doctrina Funcional del Dinero  
Germán Bernacer  
Madrid. Instituto de Economía Sancho de Moncada
- 24.- Gottfried Haberler  
El Comercio Internacional  
Editorial Labor

- 25.- Tomás H. Havrilesky  
Función del Dinero en la Economía  
Editorial Limusa, México.
- 26.- Guillermo Ortiz y Leopoldo Solís  
Tipos de Cambio Flotantes y Desliz Cambiario  
Las experiencias de algunos países en desarrollo  
Documentos de Investigación N° 17 Banco de México
- 27.- Guillermo Ortiz y Leopoldo Solís  
Estructura Financiera y Experiencia Cambiaria:  
México 1954-1977  
Documentos de Investigación N° 1 Banco de México
- 28.- Macario Shettino  
Economía Contemporánea  
Editorial Iberoamérica
- 29.- Ricardo Torres Gaytán  
Teoría del Comercio Internacional  
Editorial Siglo XXI, México
- 30.- Inflación y Estabilización  
Varios autores  
Lecturas 62 del Fondo de Cultura Económica
- 31.- Comercio Exterior  
Varios números  
Banco Nacional de Comercio Exterior
- 32.- Indicadores Económicos de Banco de México  
Varios números
- 33.- Indicadores del Sector Externo de Banco de México  
Varios números
- 34.- Cuaderno de Información Oportuna  
Varios Números  
INEGI

C O N C E P T O	DICIEMBRE 1987			JUNIO 1988			DICIEMBRE 1988			JUNIO 1989			DICIEMBRE 1989		
	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen
	\$	%	%	\$	%	%	\$	%	%	\$	%	%	\$	%	%
CUENTA CORRIENTE															
Ingresos	31,437.21	100.0%		16,650.0	100.0%		32,589.9	100.0%		19,000.0	100.0%		38,659.9	100.0%	
Exportaciones	20,494.5	65.2%	100.0%	10,712.9	64.3%	100.0%	20,565.1	63.1%	100.0%	11,450.5	60.3%	100.0%	22,764.9	58.8%	100.0%
Manufacturas	9,745.71	47.6%		5,604.2	47.6%		11,523.3	56.0%		6,255.7	54.6%		12,530.2	55.0%	
Maquiladoras	N.I.	N.C.		N.I.	N.C.		N.I.	N.C.		N.I.	N.C.		N.I.	N.C.	
Petroleo	8,629.8	42.1%		3,631.8	33.9%		6,711.2	32.6%		3,886.6	33.9%		7,876.0	34.6%	
Turismo	3,499.51	11.1%		2,123.21	12.8%		4,000.21	12.3%		2,334.21	12.3%		4,766.21	12.5%	
Egresos	27,684.71	100.0%		15,947.3	100.0%		35,032.5	100.0%		20,140.1	100.0%		42,020.1	100.0%	
Importaciones	13,305.51	48.1%	100.0%	8,321.5	52.2%	100.0%	18,898.2	53.9%	100.0%	11,151.8	55.4%	100.0%	23,409.7	55.7%	100.0%
Manufacturas (Cons., Inter., Cap)		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Maquiladoras		0.0%			0.0%			0.0%			0.0%			0.0%	
Intereses	8,096.71	29.2%		4,306.21	27.0%		8,638.7	24.7%		4,732.3	23.5%		9,277.6	22.1%	
SALDO	3,752.5	100.0%		702.7	100.0%		-2,442.6	100.0%		-1,140.0	100.0%		-3,960.2	100.0%	
CUENTA DE CAPITAL															
Préstamos y Depósitos	974.4			-1,672.2			2,289.0			-1,083.2			677.3		
Inversión Extranjera	3,247.6			1,278.5			2,594.6			1,564.5			3,530.2		
Directa	3,247.6			1,278.5			2,594.6			1,564.5			3,036.9		
Cartera	0.0			0.0			0.0			1,417.2			493.3		
SALDO	-575.8	-15.3%		-1,940.3	-276.1%		-1,448.4	-59.3%		-579.8	-50.9%		3,037.3	-76.7%	
ERRORES Y OMISIONES	2,923.7	77.9%		2,148.7	305.8%		-2,842.5	116.4%		751.1	-55.9%		1,318.5	-33.3%	
VARIACION RESERVAS	6,924.4	184.5%		442.1	62.9%		-7,127.0	291.8%		-1,196.5	106.0%		271.5	-8.9%	
AJUSTES	-824.0	-22.0%		468.9	66.7%		393.5	-15.1%		227.9	-20.0%		124.1	-3.1%	
TIPO DE CAMBIO REAL	1,3780			1,9001			2,0015			2,1244			2,2893		
TIPO DE CAMBIO FIX	2,00740			2,28100			2,28100			2,44590			2,62980		
SUB(-)SOBREVALUACION(+)	-45.67%			-20.05%			-13.96%			-15.13%			-14.87%		
INPC BASE 1984 = 100	28.47			40.14			43.18			47.2			51.69		
PIB PRECIOS CORRIENTES	195,311.5			N.D.			390,461.3			N.D.			507,617.9		
PIB 1993 = 100	1,065,905.8			1,064,177.3			1,060,155.1			1,114,931.0			1,114,450.0		
PIB PCIOS. CORRIENTES DLS	86,784.1			N.D.			169,946.2			N.D.			189,360.2		
DEFICIT CTA CORRIE/PIB CTE/DLS	4.32%			N.C.			-1.44%			N.C.			-2.09%		
DEFICIT PUBLICO	31,000.0			23,137.4			48,734.5			17,734.5			28,455.0		
DEFICIT PUBLICO/PIB	16.04%			N.C.			12.48%			N.C.			5.61%		
BASE MONETARIA	14,754.0			19,877.2			20,750.8			17,751.0			22,960.0		
RVAS INTERNACIONALES \$	30,306.0			32,292.5			14,969.0			13,263.0			18,116.0		
RVAS INTERNACIONALES DLS	13,605.4			14,055.5			6,515.3			5,351.2			6,757.9		
CREDITO INTERNO	-15,552.0			-12,415.3			5,781.8			4,488.0			4,844.0		
INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.	5,507.0			7,808.3			7,808.3			10,145.7			12,495.2		
VALOR TOT.EXPORT.IND.MAQ.	7,105.0			10,145.7			10,145.7			2,297.5			2,680.7		
T.C. para conversión	2.2275			2.2975			2.2975			2.4785			2.4785		

Fuentes:  
Indicadores Económicos de Banco de México  
Indicadores del Sector Externo del Banco de México  
Sistema de Cuentas Nacionales.INEGI  
Cuaderno de Información Oportuna.INEGI

C O N C E P T O	M A R Z O 1990			J U N I O 1990			S E P T I E M B R E 1990			D I C I E M B R E 1990		
	Importe	Integración Porcen	%	Importe	Integración Porcen	%	Importe	Integración Porcen	%	Importe	Integración Porcen	%
<b>CUENTA CORRIENTE</b>												
Ingresos	10,509.1	100.0%		20,151.6	100.0%		31,495.9	100.0%		45,067.0	100.0%	
Exportaciones	6,193.4	58.9%	100.0%	11,604.5	57.6%	100.0%	18,623.2	59.1%	100.0%	26,938.4	59.6%	100.0%
Manufacturas	3,021.7	48.8%	55.0%	6,381.9	31.4%	55.0%	10,094.0	32.1%	54.2%	13,955.5	31.0%	52.0%
Maquiladoras	N.I.	N.C.	N.C.	N.I.	N.C.	N.C.	N.I.	N.C.	N.C.	N.I.	N.C.	N.C.
Petroleo	1,983.1	32.0%	32.0%	3,466.6	17.2%	29.9%	6,400.6	20.3%	34.4%	10,103.7	22.4%	37.6%
Turismo	1,515.9	14.4%		2,843.1	14.1%		4,062.9	12.9%		5,467.0	12.1%	
Egresos	12,651.2	100.0%		23,755.7	100.0%		36,801.7	100.0%		52,180.8	100.0%	
Importaciones	6,475.4	51.2%	100.0%	13,670.9	57.5%	100.0%	21,917.7	59.6%	100.0%	31,271.9	59.9%	100.0%
Manufacturas (Cons., Inter., Cap)		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
Maquiladoras		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%		0.0%	0.0%
Intereses	3,532.1	27.9%		4,576.3	19.3%		6,301.4	17.1%		9,149.6	17.5%	
SALDO	-2,141.9	100.0%		-3,603.9	100.0%		-5,305.8	100.0%		-7,113.9	100.0%	
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>												
Préstamos y Depósitos	6,662.3			8,113.1			10,654.5			12,235.4		
Inversión Extranjera	1,023.5			2,104.1			3,412.5			4,627.7		
Directa	514.3			880.4			1,642.8			2,633.2		
Cartera	509.1			1,223.6			1,769.6			1,994.5		
SALDO	830.5	-38.8%		4,736.5	-13.4%		6,179.6	-11.6%		8,163.6	-11.4%	
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>												
VARIACION RESERVAS	-714.2	33.3%		-1,126.0	31.2%		178.0	-3.4%		2,183.2	-30.7%	
AJUSTES	-4,110.7	98.5%		42.8	-1.2%		1,162.4	-21.9%		3,414.3	-48.0%	
	85.1	-4.0%		-36.2	1.0%		-110.5	2.1%		-181.4	2.5%	
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	2,446.9			2,559.3			2,631.5			2,803.3		
TIPO DE CAMBIO FIX	2,719.50			2,807.40			2,881.00			2,940.90		
SUB(-)SOBREVALUACION(+)	-11.14%			-9.69%			-9.48%			-4.91%		
<b>INPC BASE 1994 = 100</b>	56.39	9.09%		59.53	15.17%		62.52	20.95%		67.16	29.93%	
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>												
PIB 1993 = 100	1,102,620.8	-1.06%		1,158,816.6	3.98%		1,107,310.9	-0.64%		1,194,641.8	7.20%	
DEFICIT CTA CORRIENTE/PIB CTE DLS	N.C.			N.C.			N.C.			-3.05%		
DEFICIT PUBLICO	7,531.3	-73.53%		9,778.1	-65.64%		15,350.9	-46.05%		26,914.4	-5.41%	
DEFICIT PUBLICO/PIB	N.C.			N.C.			N.C.			3.92%		
<b>BASE MONETARIA</b>	20,637.0	-10.12%		21,478.0	-6.46%		21,719.0	-5.41%		31,134.0	35.6%	
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	12,978.0	-28.36%		19,449.0	7.36%		23,188.0	28.00%		30,260.0	67.0%	
RESERVAS INTERNACIONALES	4,680.6	-30.74%		6,807.3	0.73%		8,005.0	18.45%		10,281.7	52.1%	
CREDITO INTERNO	7,659.0	58.11%		2,027.0	-58.15%		-1,469.0	-130.33%		874.0	-39.70%	

INSUMOS IMPORTA IND MAQ 10,266.8  
VALOR TOT. EXPORT. IND. MAQ. 13,806.6  
T. C. para conversión 2.9431

Fuentes:

C O N C E P T O	MARZO 1991		JUNIO 1991		SEPTIEMBRE 1991		DICIEMBRE 1991		Variac. Dic 90 vs Dic 91 \$ i %
	Importe	Integración Porcen	Importe	Integración Porcen	Importe	Integración Porcen	Importe	Integración Porcen	
<b>CUENTA CORRIENTE</b>									
Ingresos	13.160,6	100,0%	27.740,0	100,0%	42.076,5	100,0%	57.135,5	100,0%	12.068,5 26,78%
Exportaciones	9.776,4	74,3%	20.647,7	74,4%	31.369,5	74,6%	42.687,5	74,7%	15.848,1 59,05%
Manufacturas	3.405,2	34,8%	7.466,0	36,2%	11.587,9	36,9%	15.768,8	36,9%	1.813,3 12,99%
Maquiadoras	3.303,4	33,8%	7.228,6	35,0%	11.297,6	36,0%	15.833,1	37,1%	N.C.
Petroleo	2.028,0	20,7%	4.033,4	19,5%	6.155,8	19,6%	8.166,4	19,1%	-1.937,3 -19,17%
Turismo	1.432,5	10,9%	2.898,2	10,4%	4.275,9	10,2%	5.882,7	10,3%	415,7 7,60%
Egresos	15.117,1	100,0%	33.208,4	100,0%	51.580,6	100,0%	70.924,1	100,0%	18.743,3 35,92%
Importaciones	10.738,4	71,0%	23.128,0	69,6%	35.981,5	69,8%	49.966,6	70,5%	18.694,7 59,78%
Manufacturas (Cons. Inter. Cap)	8.143,7	75,8%	17.618,2	76,2%	27.386,3	76,1%	38.184,2	76,4%	38.184,2 N.C.
Maquiadoras	2.594,7	24,2%	5.509,8	23,8%	8.593,2	23,9%	11.782,4	23,6%	11.782,4 N.C.
Intereses	1.766,3	11,7%	4.381,6	13,2%	6.538,1	12,7%	8.390,2	11,8%	-759,4 -8,30%
SALDO	-1.956,6	100,0%	-5.468,5	100,0%	-9.504,1	100,0%	-13.788,7	100,0%	-6.674,8 83,83%
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>									
Préstamos y Depósitos	3.349,9		7.035,7		7.380,5		10.501,4		-1.734,0 -14,17%
Inversión Extranjera	4.669,3		8.825,8		11.010,7		14.631,8		10.004,1 216,16%
Directa	1.871,2		2.681,9		3.168,4		4.761,5		2.128,3 80,83%
Cartera	2.798,1		6.143,9		7.842,3		9.870,3		7.875,8 394,86%
SALDO	7.829,1	-400,1%	13.486,8	-246,6%	16.539,5	-174,0%	24.133,6	-175,0%	15.970,0 196,62%
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	-3.839,6	196,2%	-3.515,0	64,3%	-152,1	1,6%	-2.207,7	16,0%	-4.390,9 -201,12%
<b>VARIACION RESERVAS</b>	1.727,4	-88,3%	4.126,2	-75,5%	6.549,8	-68,9%	7.821,5	-56,7%	4.407,2 129,04%
<b>AJUSTES</b>	305,6	-15,6%	377,2	-6,9%	333,5	-3,5%	315,7	-2,3%	497,1 -274,04%
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	2.940,3		3.009,3		3.060,5		3.231,2		
TIPO DE CAMBIO FIX	2.97690		3.01340		3.05620		3.07000		
SUB(-)SOBREVALUACION(+)	-1,24%		-0,14%		0,34%		4,99%		
INPC BASE 1984 = 100	71,07	5,82%	73,28	9,11%	75,16	11,94%	79,78		18,79%
PIB PRECIOS CORRIENTES	N.D.		N.D.		N.D.		865.165,7		
PIB 1993 = 100	1.144.606,2	-4,19%	1.224.247,3	2,48%	1.144.687,7	-4,18%	1.242.526,7		47.884,9 4,01%
PIB PCOS. CORRIENTES DLS	N.D.		N.D.		N.D.		281.363,8		
DEFICIT CTA CORRIENTE/PIB CTE DLS	N.C.		N.C.		N.C.		-4,90%		
DEFICIT PUBLICO	-5.306,4	-119,72%	-11.133,4	-141,37%	-18.729,1	-169,59%	-16.984,3		-43.898,7 -163,10%
DEFICIT PUBLICO/PIB	N.C.		N.C.		N.C.		-1,96%		
BASE MONETARIA	29.711,0	-4,57%	30.320,0	-2,61%	29.102,0	-6,53%	39.797,0		8.663,0 27,82%
RVAS INTERNACIONALES \$	35.776,0	16,23%	43.462,0	43,63%	51.410,0	69,89%	55.570,0		25.310,0 83,64%
RVAS INTERNACIONALES DLS	12.010,6	16,82%	14.411,0	40,16%	16.835,9	63,75%	18.072,1		7.790,5 75,77%
CREDITO INTERNO	-6.065,0	-793,94%	-13.142,0	-1603,66%	-22.308,0	-2652,40%	-15.773,0		-16.847,0 -1904,69%

INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.  
VALOR TOT.EXPORT.IND.MAQ.  
T.C. para conversión

3.0749

3.0536

3.0159

2.9787

Fuentes:

C O N C E P T O	M A R Z O 1992			J U N I O 1992			S E P T I E M B R E 1992			D I C I E M B R E 1992			
	Importe	Integración Porcen	Variación anual 91-92 Vs. Dic 91	Importe	Integración Porcen	Variación anual Jun:91-92 Vs. Dic:9	Importe	Integración Porcen	Variación anual Sep 91-92 Vs. Dic:9	Importe	Integración Porcen	Variación anual Dic:91 vs Dic:9	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	
<b>CUENTA CORRIENTE</b>													
Ingresos	14,217.51	100.0%	1,056.9	1.65%	29,510.01	100.0%	58,905.5	100.0%	44,773.91	100.0%	60,654.51	100.0%	
Exportaciones	10,571.6	74.4%	795.4	1.86%	22,148.61	75.1%	44,188.4	100.0%	33,868.61	75.6%	46,195.6	75.9%	
Manufacturas	4,115.8	36.0%	16,479.4	710.6	4.51%	16,396.3	37.4%	16,700.1	37.0%	12,519.21	20.6%	16,740.4	27.6%
Maquiladoras	3,901.8	34.5%	598.4	3.76%	6,505.11	36.4%	17,109.6	39.4%	13,332.41	29.8%	18,900.1	31.2%	
Petroleo	1,767.6	16.7%	7,906.2	-280.2	-3.19%	3,893.01	17.6%	8,028.0	-140.4	-1.72%	6,163.01	10.2%	
Turismo	1,635.9	11.5%	6,086.1	203.4	3.49%	6,042.5	20.4%	6,042.5	159.8	2.72%	5,998.81	9.9%	
Egresos	18,167.2	100.0%	74,874.2	4,050.1	5.71%	77,737.5	813.4	8.61%	61,581.51	100.0%	83,863.51	100.0%	
Importaciones	13,948.0	77.0%	53,176.2	3,209.8	6.42%	56,348.5	638.9	12.77%	45,313.41	73.6%	62,129.31	74.3%	
Manufacturas (Cons. Inter. Cap)	10,910.1	78.2%	40,950.6	2,766.4	7.24%	43,616.2	543.0	14.23%	35,178.61	77.0%	48,192.61	77.6%	
Maquiladoras	3,037.9	21.8%	12,225.6	443.2	3.76%	12,732.3	949.9	8.06%	10,134.61	22.4%	13,936.71	22.4%	
Ingresos	2,165.9	11.3%	6,769.8	389.6	4.76%	6,024.0	-366.2	-4.36%	6,086.21	9.9%	7,742.81	9.3%	
<b>SALDO</b>	-4,949.7	100.0%	-16,781.8	-2,693.1	21.71%	-10,511.8	100.0%	-18,832.0	-5,043.3	36.54%	-16,807.6	100.0%	
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>													
Préstamos y Depósitos	2,966.1	10.4%	10,148.6	-351.8	-3.35%	2,983.2	-7,518.2	-71.59%	-590.2	2,530.7	-7,970.7	-75.80%	
Inversión Extranjera	4,900.3	17.2%	14,782.8	131.0	0.90%	15,023.0	391.2	2.67%	15,082.2	18,713.3	4,081.5	27.88%	
Directa	1,364.8	5.3%	4,255.1	-506.4	-10.64%	5,124.0	382.5	7.61%	4,512.7	6,105.8	1,344.3	28.23%	
Cartera	3,435.5	12.5%	10,507.7	637.4	6.48%	9,899.0	28.6	0.29%	10,570.5	12,607.5	2,737.2	27.73%	
<b>SALDO</b>	6,013.3	22.15%	22,317.8	-1,815.8	-7.52%	12,017.2	-114.3%	-1,469.6	-6.09%	19,476.6	-115.9%	27,070.7	12.17%
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	-314.3	6.3%	1,317.6	3,525.3	-159.68%	-296.1	1,011.2	3,218.9	-145.80%	-1,242.9	-1,242.9	-1,090.6	49.41%
<b>VARIACION RESERVAS</b>	750.7	15.2%	6,844.8	-976.7	-12.49%	1,209.5	4,904.8	-2,016.7	-37.29%	1,426.4	2,898.1	-5,123.4	-85.50%
<b>AJUSTES</b>	-1.4	0.0%	6.7	-307.0	-97.24%	-0.2	-61.7	-377.4	-119.54%	-0.3	-18.1	-333.6	-105.73%
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	3,328.0		3,381.6			3,427.0		3,427.0		3,514.9			
<b>SUB(S)OBSERVALUACION(+)</b>	3,068.0		3,116.50			3,068.50		3,116.20		3,116.20			
	7.85%		7.79%			9.84%		11.29%		11.29%			
<b>INPC BASE 1984 = 100</b>	83.03		91.7	12.0	14.99%	84.89	6.41%	91.3	11.5	14.44%	89.3	9.5	
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>	960,165.0		1,298,079.3	58,152.6	4.52%	1,039,944.0	1,271,437.9	28,911.2	2.33%	1,017,032.0	1,278,428.7	35,902.0	
<b>PIB 1993 = 100</b>	1,200,758.8		1,298,079.3	58,152.6	4.52%	1,253,156.5	1,271,437.9	28,911.2	2.33%	1,190,303.4	1,278,428.7	35,902.0	
<b>PIB PCIOS. CORRIENTES DLS</b>	311,333.9		336,203.3			327,821.0				359,703.0			
<b>DEFICIT CTA CORRIE/PIB CTE DLS</b>	-1.59%		-3.13%			-5.13%				-8.34%			
<b>DEFICIT PUBLICO</b>	-15,598.7		-27,276.6	-10,292.3	60.60%	-32,251.4	-39,408.3	-132.03%	-37,663.5	-20,679.2	121.75%	-18,098.7	
<b>DEFICIT PUBLICO/PIB</b>	-1.62%		-3.10%			-3.87%				-3.12%			
<b>BASE MONETARIA</b>	34,829.0		44,715.0	9,918.0	12.36%	36,565.0	46,042.0	6,245.0	15.69%	44,530.0	4,733.0	11.89%	
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	56,111.0		77,805.0	22,335.0	40.19%	60,832.0	72,373.0	18,803.0	30.24%	64,992.0	9,422.0	16.96%	
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	18,842.1		24,903.6	6,831.5	37.80%	19,483.1	23,144.2	5,072.1	28.07%	20,844.3	2,772.2	15.34%	
<b>CREDITO INTERNO</b>	-23,483.0		-33,180.0	-17,417.0	110.42%	-26,997.0	-26,331.0	-10,558.0	68.94%	-20,462.0	-4,689.0	29.73%	

INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.  
VALOR TOT.EXPORT.IND.MAQ.  
T.C. para conversión

3,0841

3,0832

3,1024

3,1186

Fuentes:

C O N C E P T O	M A R Z O 1993			J U N I O 1993			S E P T I E M B R E 1993			D I C I E M B R E 1993		
	Importe	Integración Porcen	Variación anual	Importe	Integración Porcen	Variación anual	Importe	Integración Porcen	Variación anual	Importe	Integración Porcen	Variación anual
	92 - 93	92 - 93	Mar '92-93 Vs. Dic-92	92 - 93	92 - 93	Jun '92-93 Vs. Dic-92	92 - 93	92 - 93	Sep '92-93 Vs. Dic-92	92 - 93	92 - 93	Sep '92-93 Vs. Dic-92
<b>CUENTA CORRIENTE</b>												
Ingresos	15,320.6	100.0%	1,103.1	61,957.6	100.0%	2,343.4	3,855	100.0%	3,594.0	66,645.1	100.0%	5,790.6
Exportaciones	11,769.3	76.8%	1,197.5	47,393.1	76.6%	2,570.2	5,565	77.8%	3,785.5	51,686.0	77.9%	5,690.4
Manufacturas	4,282.9	36.4%	187.1	16,907.5	36.6%	764.5	4,574	37.5%	1,576.3	19,832.1	38.2%	3,091.7
Maquiladoras	4,576.8	38.9%	1,935.1	20,247.7	40.7%	1,567.8	8,308	41.7%	2,102.8	21,853.0	42.1%	3,172.9
Petroleo	1,987.5	15.0%	6,408.3	8,251.8	15.5%	-55.0	-0.66%	15.1%	-487.5	7,418.4	14.3%	-888.2
Turismo	1,918.8	10.6%	5,979.7	-17.1	-0.29%	-30.0	-0.50%	9.1%	-34.9	6,167.0	9.3%	170.2
Egresos	21,027.1	100.0%	85,523.4	86,863.4	100.0%	3,299.9	3,944	100.0%	4,833.4	90,037.6	100.0%	6,374.3
Importaciones	15,384.6	73.2%	63,565.9	64,323.5	73.2%	2,194.2	3,537	73.3%	2,716.9	65,368.5	72.6%	4,237.2
Manufacturas (Cons. Inter. Cap)	11,821.7	76.8%	49,104.2	49,173.4	75.8%	980.8	2,044	75.0%	866.3	48,933.6	74.8%	731.0
Maquiladoras	3,563.0	23.2%	14,461.8	15,150.3	24.2%	1,213.8	8,711	25.0%	1,851.0	16,443.0	25.2%	2,506.3
Intereses	2,544.1	12.1%	6,121.0	8,695.3	11.5%	952.5	12,300	12.0%	1,891.9	10,507.6	11.7%	2,764.8
<b>SALDO</b>	<b>-5,706.5</b>	<b>100.0%</b>	<b>-23,565.8</b>	<b>-11,468.3</b>	<b>100.0%</b>	<b>-956.5</b>	<b>4.19%</b>	<b>100.0%</b>	<b>-1,239.5</b>	<b>-23,392.7</b>	<b>100.0%</b>	<b>-563.7</b>
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>												
Préstamos y Depósitos	2,175.8		2,548.2	6,699.2		3,328.7	98.76%		2,043.6	1,829.9		-1,740.8
Inversión Extranjera	7,396.3		21,516.9	24,429.2		5,510.3	29.13%		7,349.6	33,331.7		14,412.8
Directa	1,307.1		5,308.0	4,872.8		-493.1	-9.19%		4,303.2	4,900.6		-465.1
Indirecta	6,091.2		16,208.9	19,556.3		6,003.1	44.29%		8,411.8	28,431.1		14,877.9
<b>SALDO</b>	<b>8,241.2</b>	<b>-144.4%</b>	<b>28,182.7</b>	<b>29,811.6</b>	<b>-138.4%</b>	<b>3,856.8</b>	<b>14.88%</b>	<b>-126.0%</b>	<b>3,271.0</b>	<b>30,842.3</b>	<b>-132.0%</b>	<b>4,927.5</b>
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	<b>-250.8</b>	<b>4.4%</b>	<b>-1,909.0</b>	<b>-477.4</b>	<b>4.2%</b>	<b>-1,151.8</b>	<b>-8.19%</b>	<b>3.8%</b>	<b>554.5</b>	<b>-1,449.0</b>	<b>6.2%</b>	<b>523.5</b>
<b>VARIACION RESERVAS</b>	<b>2,288.0</b>	<b>-40.1%</b>	<b>2,898.7</b>	<b>3,963.5</b>	<b>-34.8%</b>	<b>3,915.4</b>	<b>237.13%</b>	<b>-22.3%</b>	<b>3,765.1</b>	<b>6,083.2</b>	<b>-28.0%</b>	<b>4,921.8</b>
<b>AJUSTES</b>	<b>-4.2</b>	<b>0.1%</b>	<b>9.1</b>	<b>-35.3</b>	<b>0.3%</b>	<b>-23.2</b>	<b>-35.1</b>	<b>0.1%</b>	<b>-5.9</b>	<b>-42.6</b>	<b>0.2%</b>	<b>-54.5</b>
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	<b>3.5663</b>		<b>3.6075</b>	<b>3.12130</b>		<b>3.6535</b>			<b>3.11270</b>		<b>3.6949</b>	
<b>SUB(-)SOBREALUACION(+)</b>	<b>12.84%</b>		<b>13.48%</b>	<b>14.80%</b>		<b>14.80%</b>			<b>15.80%</b>		<b>15.80%</b>	
<b>INPC BASE 1994 = 100</b>	<b>91.69</b>	<b>2.68%</b>	<b>96.0</b>	<b>93.27</b>	<b>4.45%</b>	<b>97.7</b>	<b>8.4</b>	<b>6.26%</b>	<b>97.5</b>	<b>96.45</b>	<b>7.2</b>	<b>8.01%</b>
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>	<b>1,221,500.5</b>		<b>1,250,154.6</b>	<b>1,285,622.2</b>		<b>1,293,705.0</b>		<b>-5.23%</b>	<b>1,293,705.0</b>	<b>1,334,638.7</b>		<b>25,898.2</b>
<b>PIB 1993 = 100</b>	<b>1,248,725.3</b>	<b>-2.32%</b>	<b>1,326,395.2</b>	<b>1,285,622.2</b>	<b>-1.41%</b>	<b>1,285,622.2</b>	<b>7.193.5</b>	<b>0.56%</b>	<b>15,279.3</b>	<b>1,304,128.9</b>	<b>1.19%</b>	<b>25,898.2</b>
<b>PIB PCIOS. CORRIENTES DLS</b>	<b>389,397.3</b>		<b>398,233.0</b>	<b>398,233.0</b>		<b>363,694.8</b>		<b>-4.70%</b>	<b>418,221.9</b>	<b>418,221.9</b>		<b>-5.59%</b>
<b>DEFICIT CTA CORRIE./PIB CTE.DLS</b>	<b>-1.47%</b>		<b>-2.80%</b>	<b>-2.80%</b>		<b>-4.70%</b>			<b>-5.59%</b>			
<b>DEFICIT PUBLICO</b>	<b>-6,179.9</b>	<b>-82.37%</b>	<b>-25,855.2</b>	<b>-12,938.0</b>	<b>-63.09%</b>	<b>-15,741.6</b>	<b>19,312.4</b>	<b>-55.09%</b>	<b>-13,144.3</b>	<b>-8,242.9</b>	<b>-62.50%</b>	<b>26,811.1</b>
<b>DEFICIT PUBLICO/PIB</b>	<b>-0.51%</b>		<b>-1.03%</b>	<b>-1.03%</b>		<b>-1.06%</b>			<b>-1.06%</b>			
<b>BASE MONETARIA</b>	<b>34,878.0</b>	<b>-23.84%</b>	<b>45,585.0</b>	<b>38,057.0</b>	<b>-20.82%</b>	<b>45,028.0</b>	<b>-508.0</b>	<b>-1.12%</b>	<b>35,128.0</b>	<b>47,163.0</b>	<b>-22.86%</b>	<b>1,657.0</b>
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>64,792.0</b>	<b>8.00%</b>	<b>66,673.0</b>	<b>69,518.0</b>	<b>15.80%</b>	<b>69,245.0</b>	<b>9,253.0</b>	<b>15.42%</b>	<b>71,284.0</b>	<b>78,311.0</b>	<b>18.82%</b>	<b>16,219.0</b>
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	<b>20,654.8</b>	<b>7.37%</b>	<b>21,048.5</b>	<b>22,033.5</b>	<b>14.54%</b>	<b>21,787.3</b>	<b>2,550.5</b>	<b>13.26%</b>	<b>22,463.3</b>	<b>23,877.9</b>	<b>16.77%</b>	<b>4,641.0</b>
<b>CREDITO INTERNO</b>	<b>-30,114.0</b>	<b>108.31%</b>	<b>-21,088.0</b>	<b>-33,481.0</b>	<b>131.47%</b>	<b>-24,717.0</b>	<b>-9,761.0</b>	<b>67.52%</b>	<b>-36,157.0</b>	<b>-29,018.0</b>	<b>150.12%</b>	<b>-14,562.0</b>
<b>INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.</b>												
<b>VALOR TOT. EXPORT.IND.MAQ.</b>												
<b>T.C. para conversión</b>												

Fuentes:  
INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.  
VALOR TOT. EXPORT.IND.MAQ.  
T.C. para conversión

3.1917

3.1735

3.1551

3.1369

CONCEPTO	M A R Z O 1994			J U N I O 1994			S E P T I E M B R E 1994			D I C I E M B R E 1994		
	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen	Importe	Integración	Porcen
	\$	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
<b>CUENTA CORRIENTE</b>												
Ingresos	17,979.81	69,304.3	100.0%	37,345.91	100.0%	100.0%	58,739.41	100.0%	100.0%	78,102.71	100.0%	100.0%
Exportaciones	13,775.91	53,892.8	100.0%	28,843.61	77.2%	100.0%	43,907.81	74.4%	100.0%	60,882.21	78.0%	100.0%
Manufacturas	5,437.31	20,998.5	39.5%	11,398.41	39.5%	39.5%	17,351.01	39.5%	39.5%	24,132.81	39.5%	39.5%
Maquiladoras	5,698.31	22,074.5	41.4%	12,168.31	42.2%	42.2%	18,878.01	43.0%	43.0%	26,268.31	43.1%	43.1%
Petróleo	1,503.35	7,054.4	10.9%	3,437.81	11.9%	11.9%	5,424.31	12.4%	12.4%	7,445.11	12.2%	12.2%
Turismo	1,743.71	8,201.9	9.7%	3,201.51	8.6%	8.6%	4,624.71	8.2%	8.2%	6,317.11	8.1%	8.1%
Egresos	24,875.71	93,686.4	100.0%	51,162.21	100.0%	100.0%	78,207.11	100.0%	100.0%	106,888.21	100.0%	100.0%
Importaciones	18,073.11	68,055.0	73.2%	37,691.11	73.7%	100.0%	57,549.61	73.6%	100.0%	78,345.91	74.2%	100.0%
Manufacturas (Cons. Inter. Cap)	13,544.21	50,646.1	74.9%	28,141.51	74.7%	74.7%	42,811.61	74.4%	74.4%	58,879.91	74.2%	74.2%
Maquiladoras	4,528.81	17,408.8	33.4%	9,549.71	25.3%	25.3%	14,738.01	26.8%	26.8%	20,488.21	25.8%	25.8%
Intereses	3,049.11	11,012.6	12.4%	5,821.51	11.6%	11.6%	8,124.81	11.7%	11.7%	12,031.41	11.3%	11.3%
<b>SALDO</b>	-6,895.9	-24,382.1	100.0%	-13,816.3	100.0%	100.0%	-21,467.7	100.0%	100.0%	-28,785.5	100.0%	100.0%
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>												
Préstamos y Depósitos	2,458.8	1,912.7	29.2%	1,319.2	102.9	102.9	-668.3	-68.9%	-68.9%	852.8	64.4%	64.4%
Inversión Extranjera	10,461.9	36,395.1	36.7%	13,515.4	32.1%	32.1%	19,468.6	19.8%	19.8%	18,185.8	18.1%	18.1%
Directa	1,845.7	5,439.4	53.8%	3,463.9	58.1%	58.1%	5,789.5	72.3%	72.3%	7,979.6	70.8%	70.8%
Cantera	8,615.8	30,955.7	30.9%	10,051.5	26.3%	26.3%	13,687.5	17.7%	17.7%	10,206.2	12.6%	12.6%
<b>SALDO</b>	9,808.6	32,449.7	146.5%	9,807.6	-71.7%	-71.7%	14,799.0	-68.9%	-68.9%	11,548.6	-40.1%	-40.1%
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	-2,320.4	-3,518.6	34.7%	-4,748.3	34.4%	34.4%	-2,115.5	9.9%	9.9%	-1,649.6	5.7%	5.7%
<b>VARIACION RESERVAS</b>	795.0	4,590.2	11.9%	-8,653.4	62.6%	62.6%	-6,178.8	-40.9%	-40.9%	-18,884.4	85.6%	85.6%
<b>AJUSTES</b>	-2.7	-41.1	0.0%	-3.8	0.0%	0.0%	-7.3	0.0%	0.0%	-2.0	0.0%	0.0%
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	3,7262			3,7809			3,7863			3,8524		
<b>TIPO DE CAMBIO FIX</b>	3,28410			3,36070			3,39980			3,93080		
<b>SUBX/SOBREVALUACION(+)</b>	11,68%			10,84%			10,21%			-2,04%		
<b>INPC BASE 1994 = 100</b>	98.21	103.0	1.82%	99.66	102.8	3.33%	101.28	102.8	5.01%	103.29	6.8	7.06%
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>	1,355,482.6	1,424,843.7	2.23%	1,424,843.7	1.424,843.7	1.424,843.7	1,384,767.1	-2.82%	-2.82%	1,528,383.3	4.28%	4.28%
<b>PIB 1993 = 100</b>	1,277,838.0	1,331,435.1	2.23%	1,331,435.1	1,331,435.1	1,331,435.1	1,267,386.3	-4.93%	-4.93%	1,372,142.3	4.28%	4.28%
<b>PIB PCIOS. CORRIENTES DLS</b>	422,302.0	441,397.7	1.59%	441,397.7	441,397.7	441,397.7	420,541.5	-4.50%	-4.50%	309,389.3	-9.30%	-9.30%
<b>DEFICIT CTA CORRIE/PIB CTE.DLS</b>	-1.59%			-3.13%			-5.03%			-9.30%		
<b>DEFICIT PUBLICO</b>	-3,922.9	-5,985.9	-52.41%	-3,058.2	-62.90%	-62.90%	-1,970.9	-78.09%	-78.09%	1,734.8	43.55%	43.55%
<b>DEFICIT PUBLICO/PIB</b>	-0.29%			-0.21%			-0.14%			0.11%		
<b>BASE MONETARIA</b>	44,858.0	57,373.0	12.8%	43,382.0	-4.08%	-4.08%	43,802.0	-7.19%	-7.19%	58,935.0	13.4%	13.4%
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	82,816.0	94,235.0	11.4%	54,294.0	-34.8%	-34.8%	54,940.0	-27.81%	-27.81%	32,739.0	-40.4%	-40.4%
<b>RESERVAS INTERNACIONALES</b>	25,801.6	29,024.9	11.2%	18,809.9	-26.6%	-26.6%	16,922.8	-34.6%	-34.6%	6,827.3	-26.3%	-26.3%
<b>CREDITO INTERNO</b>	-37,956.0	-36,882.0	9.7%	-10,882.0	-28.7%	-28.7%	-11,138.0	-29.3%	-29.3%	24,196.0	63.8%	63.8%

INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.  
VALOR TOT.EXPORT.IND.MAQ.  
T.C. para conversión

3,2097

3,2281

3,2465

4,94

Fuentes:

C O N C E P T O	M A R Z O 1995			J U N I O 1995			S E P T I E M B R E 1995			D I C I E M B R E 1995			
	Anual Mar. 94-95		Variación anual	Anual Jun. 94-95		Variación anual	Anual Sep. 94-95		Variación anual	Anual Dic. 94-95		Variación anual	
	Importe	Integración Porcen	\$	%	Importe	Integración Porcen	\$	%	Importe	Integración Porcen	\$	%	
<b>CUENTA CORRIENTE</b>													
Ingresos	23,143.41	100.0%	83,286.3	5.163.8	6.61%	47,257.31	100.0%	71,823.61	100.0%	97,523.31	100.0%	19,420.6	24.87%
Exportaciones	18,786.7	81.2%	65,893.0	5,010.8	8.23%	38,418.2	81.3%	58,503.4	81.5%	79,341.6	81.6%	18,859.4	30.65%
Manufacturas	7,808.9	41.6%	26,504.4	2,371.6	9.83%	16,491.9	42.8%	25,818.7	43.8%	35,454.9	44.6%	11,322.1	48.92%
Maquiladoras	7,077.1	37.7%	27,647.9	1,378.8	5.25%	14,651.8	38.1%	22,698.9	38.8%	31,103.2	39.1%	4,834.1	18.40%
Petroleo	1,987.2	10.6%	7,928.8	483.7	8.50%	4,251.5	11.1%	6,478.5	11.1%	8,422.4	10.6%	977.3	13.13%
Turismo	1,654.6	7.1%	6,228.0	-89.1	-1.41%	3,099.1	6.6%	4,468.6	6.2%	6,184.2	6.3%	-152.9	-2.42%
Egresos	24,335.3	100.0%	106,547.8	-340.4	-0.32%	48,007.6	100.0%	72,841.8	100.0%	98,236.4	100.0%	-8,648.8	-8.09%
Importaciones	18,190.0	74.7%	78,482.8	118.9	0.15%	35,222.8	73.4%	53,095.2	72.9%	72,453.1	73.8%	-6,892.8	-8.66%
Manufacturas (Cons. Inter. Cap)	12,193.5	67.0%	57,520.2	-1,350.7	-2.29%	22,907.9	65.0%	34,034.7	64.1%	48,274.3	63.9%	-12,605.6	-21.41%
Maquiladoras	5,996.4	33.0%	21,933.8	1,487.5	7.17%	12,314.6	35.0%	19,060.5	35.9%	28,178.8	36.1%	5,712.6	27.81%
Intereses	3,111.8	12.8%	12,093.9	62.5	0.52%	6,490.5	13.5%	10,323.8	14.2%	13,333.0	13.8%	1,301.6	10.82%
SALDO	-1,191.9		-23,261.5	5,504.0	-19.12%	-750.8		-1,018.0		-716.1		28,069.4	-97.51%
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>													
Préstamos y Depósitos	9,534.9		7,928.1	7,076.3	89.77%	13,206.2		12,738.8		19,620.0		23,243.7	
Inversión Extranjera	-5,862.1		-158.0	-18,323.8	-100.94%	-7,252.2		-4,601.6		-5,789.2		-3,174.8	
Directa	1,493.1		7,626.8	-352.8	-4.42%	3,935.6		8,451.3		5,867.0		6,864.3	
Cartera	-7,355.1		-7,784.7	-15,970.9	-195.10%	-11,187.7		-13,053.0		-11,436.2		-10,139.1	
SALDO	2,699.0		4,399.0	-7,149.6	-81.91%	4,559.1		6,200.1		10,555.2		14,112.0	
<b>ERRORES Y OMISSIONES</b>	-769.1		-98.3	1,551.3	94.04%	127.7		3,221.4		-987.2		-3,805.2	
VARIACION RESERVAS	701.3		-18,978.1	-83.7	0.50%	3,933.6		-6,297.4		8,550.5		9,592.8	
AJUSTES	-3.3		-2.6	-0.6	30.00%	-2.8		-1.0		-0.5		-2.1	
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	4,362.9		6,701.90			5,028.7		5,297.6		5,708.4		7,659.70	
SUR(-)SOBREALUACION(+)	-53.61%		-23.80%			-23.80%		-18.96%		-34.16%			
<b>INPC BASE 1994 = 100</b>	118.27		123.3	20.1	18.43%	137.25		140.9		145.32		156.82	
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>	1,630,127.1		1,366,870.7	-5,271.6	-0.38%	1,795,247.3		1,249,877.6		1,808,700.6		2,133,218.2	
PIB 1993 = 100	1,272,366.4		1,209,170.4			1,165,594.0		1,270,350.0		1,278,369.1		1,278,369.1	
PIB PCIOS CORRIENTES DLS	240,431.7		286,684.5			282,111.8		282,111.8		277,611.0		277,611.0	
DEFICIT CTACORRTE/PIB CTE DLS	-0.50%		-7.26%			-0.26%		-0.36%		-0.26%		-0.26%	
DEFICIT PUBLICO	-11,036.0		-5,340.3	-7,115.1	-410.14%	-18,637.3		-13,644.3		-28,640.8		200.7	
DEFICIT PUBLICO/PIB	-0.68%		-7.26%			-1.04%		-1.17%		-1.46%		0.01%	
BASE MONETARIA	48,805.0		60,882.0	3,947.0	6.93%	47,024.0		60,577.0		47,229.0		66,009.0	
RESERVAS INTERNACIONALES	46,887.0		-3,380.0	-36,119.0	-110.32%	63,608.0		42,083.0		94,358.0		120,301.0	
RESERVAS INTERNACIONALES	6,087.5		-12,287.0	-18,914.0	-285.40%	10,157.6		-24.9		4,438.3		15,656.6	
CREDITO INTERNO	2,109.0		64,263.0	40,087.0	185.59%	-18,584.0		18,494.0		-47,129.0		-53,492.0	
INSUMOS IMPORTA.IND.MAQ.													
VALOR TOT. EXPORT.IND.MAQ.													
T. C. para conversión													

CONCEPTO	M A R Z O 1996			J U N I O 1996			S E P T I E M B R E 1996			D I C I E M B R E 1996		
	Importe	Integración	Porcent	Importe	Integración	Porcent	Importe	Integración	Porcent	Importe	Integración	Porcent
	\$	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%	\$	\$	%
<b>CUENTA CORRIENTE</b>												
Ingresos	26,685.01	100.0%	3.63%	55,142.61	100.0%	8.09%	84,281.11	100.0%	12.77%	115,493.51	100.0%	18.43%
Exportaciones	21,870.41	82.0%	3.88%	45,477.31	82.5%	8.87%	69,724.41	82.7%	14.10%	95,999.71	83.1%	20.69%
Manufacturas	10,027.21	45.8%	6.26%	20,671.51	45.5%	11.76%	31,664.41	45.4%	17.05%	43,384.21	45.2%	22.38%
Maquiladoras	8,001.51	34.0%	2.97%	16,628.81	37.2%	7.32%	26,520.31	38.1%	12.53%	36,920.21	38.5%	18.70%
Petróleo	2,450.51	11.2%	5.50%	5,359.41	11.8%	13.15%	8,593.11	11.8%	12.52%	11,653.71	12.1%	38.37%
Turismo	1,968.01	7.4%	5.05%	3,596.91	6.5%	8.08%	5,139.81	6.1%	10.92%	6,933.61	6.0%	12.46%
Egresos	26,639.31	100.0%	2.35%	54,892.71	100.0%	8.40%	84,878.11	100.0%	12.05%	117,415.71	100.0%	19.52%
Importaciones	19,938.11	74.8%	2.41%	41,345.91	75.0%	8.45%	64,180.81	75.8%	15.30%	89,488.81	76.2%	23.40%
Manufacturas (Conv. Inter. Cap)	13,295.51	66.7%	2.30%	27,333.01	68.1%	9.56%	42,136.31	65.7%	17.51%	58,064.11	65.0%	27.42%
Maquiladoras	6,640.41	33.3%	2.46%	14,012.61	33.9%	6.49%	22,044.71	34.3%	11.40%	30,504.91	34.1%	18.53%
Intereses	3,542.51	13.3%	3.23%	6,578.61	12.2%	1.41%	9,658.71	11.8%	-2.74%	13,492.61	11.5%	1.20%
<b>SALDO</b>	45.7	100.0%	-172.83%	449.0	100.0%	-187.55%	-395.9	100.0%	-88.87%	-1,922.2	100.0%	-168.43%
<b>CUENTA DE CAPITAL</b>												
Préstamos y Depósitos	-3,897.9	10.01%	-56.83%	-4,724.9	10.01%	-77.14%	-12,965.8	10.01%	-141.05%	-11,993.5	10.01%	-151.60%
Inversión Extranjera	3,196.8	8.19%	-285.34%	7,119.2	15.84%	-432.87%	18,564.3	15.84%	-767.09%	21,772.4	15.84%	-785.79%
Directa	1,702.8	4.37%	3.01%	3,218.9	7.17%	-10.30%	4,895.1	7.17%	-11.08%	7,818.7	7.17%	9.40%
Cartera	1,494.0	3.82%	-87.28%	3,901.2	8.67%	-148.82%	13,669.2	8.67%	-247.81%	14,153.8	8.67%	-239.80%
<b>SALDO</b>	-1,148.2	-251.2%	-28.88%	158.1	34.8%	-31.20%	1,372.9	34.8%	-65.07%	3,322.7	34.8%	-76.45%
<b>ERRORES Y OMISIONES</b>	847.5	1554.3%	-42.46%	-942.4	-206.9%	27.96%	-1,138.3	287.0%	3.92%	373.1	19.4%	-109.81%
<b>VARIACION RESERVAS</b>	-250.0	-547.0%	-9.82%	-338.8	-75.5%	-44.54%	-161.5	40.8%	-60.82%	1,768.2	92.0%	-81.57%
<b>AJUSTES</b>	-5.0	-10.9%	-1.7	2.3	0.5%	233.33%	3.1	-0.8%	-171.43%	5.4	-0.3%	-37.14%
<b>TIPO DE CAMBIO REAL</b>	6,0985			6,4488			6,8984			7,0687		
TIPO DE CAMBIO FIX	7,57360			7,54250			7,54470			7,87500		
SUBÍ/SOBREREVALUACION(*)	-24.19%			-16.96%			-12.84%			-11.80%		
<b>INPC BASE 1994 = 100</b>	170.01	8.34%	51.7	32.97%	180.93	15.30%	188.92	20.38%	200.5	20.38%	200.39	43.5
<b>PIB PRECIOS CORRIENTES</b>	2,301,545.0			2,461,201.2			2,500,535.8			2,913,499.2		
PIB 1993 = 100	1,287,773.9	-0.87%	-4.792.5	1,288,282.5	0.78%	6.04%	1,246,844.0	-2.31%	6.37%	1,373,569.8	6.37%	97,200.7
PIB POCOS: CORRIENTES DLS	394,735.5	0.01%		322,483.6	0.14%		331,710.8	-0.12%		371,103.8	-0.52%	
DEFICIT CTA CORRIENTE/PIB CTE DLS	-3,511.2	-1849.48%	7,526.8	-21,832.7	-10978.28%	-2,994.7	-32,394.3	-16240.68%	-5,512.8	-2,316.1	2,316.1	2,115.4
DEFICIT PUBLICO/PIB	-0.15%			-0.88%			-1.30%			0.08%		
<b>BASE MONETARIA</b>	57,449.0	-14.01%	8,644.0	12.94%	61,592.0	-7.81%	61,840.0	-7.44%	81,220.0	14,411.0	21.57%	17,182.0
<b>RYAS INTERNACIONALES \$</b>	116,924.0	-2.81%	70,227.0	58.34%	117,223.0	-2.56%	173,916.0	44.57%	23,297.0	19.37%	137,803.0	14,55%
RYAS INTERNACIONALES DLS	15,481.3	-1.11%	8,593.8	54.89%	15,358.8	-1.90%	15,607.6	-0.31%	873.9	5.58%	17,582.5	1,898.9
<b>CREDITO INTERNO</b>	-57,425.0	7.35%	-59,534.0	111.30%	-55,631.0	4.00%	-62,378.0	-8.86%	-6,866.0	-18.61%	-55,812.0	-320.0
<b>INSUMOS IMPORTA.IND. MAQ.</b>	7,5526			7,6323			7,5383			7,8509		
<b>VALOR TOT. EXPORT. IND. MAQ.</b>												
<b>T.C. para conversión</b>												

Fuentes:

