



**Universidad Nacional Autónoma de México**

**Facultad de Economía**

**LA NUEVA ESTABILIDAD CAMBIARIA EN MEXICO**

Elaborada por:

**ALEJANDRO GUILLERMO MEDINILLA VAZQUEZ**

Tesina para Titulación por experiencia profesional para obtener el Título de:

Licenciado en Economía

Tutor del proyecto:  
Dr. Carlos José Aranda Izguerra:  
2007



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

Al Dr. Carlos José Aranda Izguerra, como tutor de proyecto por sus comentarios y el tiempo que dedico a la revisión y corrección, de mis esbozos hasta lograr la presente Tesina.

Al Dr. Benjamín García Páez, Maestro Felipe Zermeño López, Lic. Miguel Cervantes Jiménez y Lic. Marco Antonio Reyes Valencia todos ellos por sus valiosos comentarios que me han permitido concluir un trabajo que penosamente pospuse por 25 años.

A mi hermana Laura quien ha servido de enlace con mi querida Facultad de Economía para hacer posible esta tarea que llevo a cabo desde mi actual residencia en el extranjero.

## Dedicatoria

A mi fallecida madre, de quien en vida siempre goce de su bendición.

A mi padre, quien siempre me instaba a obtener mi título, y a quien tarde pero con el cariño que merece le quiero cumplir el deseo de ver a otro de sus hijos titulado.

Con amor a mi esposa y compañera Lourdes.

A mis hijos y nietas, con el mensaje de que, solo será tarde para haber realizado algo, el día que se te anticipe la muerte antes de haber concluido una meta.

A mis hermanos por la solidaridad mostrada a lo largo de nuestras vidas y que confío durará tanto como nuestra vida misma.

## Índice

Agradecimientos y Dedicatoria	
<u>Presentación</u> .....	4
<u>Introducción</u> .....	7
<b><u>Primera parte</u></b>	
<u>Capítulo I: Qué es y cómo funciona el mercado de cambios</u> .....	19
1.1 Propósito y necesidades que cubre.....	19
1.2 Instrumentos existentes para cubrir las diversas necesidades .....	22
1.3 Fechas Valor a las que se puede pactar y cumplir una operación cambiaria.....	24
1.4 ¿Cuándo como y donde puede pactarse una operación cambiaria?.....	25
<u>Capítulo II: Los riesgos inherentes al cambio de divisas</u> .....	33
2.1 El riesgo cambiario puro.....	33
2.2 El riesgo del Comercio Internacional.....	35
2.2.1 El Exportador.....	37
2.2.1.1 Activo a Plazo en M.E, pasivos en M.N.....	38
2.2.2 El Importador.....	40
2.2.2.1 Activo en M.N. Pasivo en M.E.....	42
2.3 El riesgo por incumplimiento de operaciones.....	42
2.4 El riesgo de ser utilizado para operaciones de blanqueo de dinero.....	46
<u>Capítulo III Mercados de Cobertura de riesgo cambiario</u> .....	49
3.1 Futuros y opciones.....	52
3.2 Swaps.....	61
<b><u>Segunda parte</u></b>	
<u>Capítulo IV.- Los movimientos mundiales del capital y su repercusión en las economías Nacionales</u> .....	63
4.1 La crisis de 1982, de cómo el dólar suplió al peso en la circulación.....	69
4.2 La crisis de 1995, .....	82
4.3 La fortaleza del peso en 2005, causas y perspectivas.....	86
Conclusiones.....	90
Apéndice A. Principales eventos que marcaron las grandes devaluaciones de finales del Siglo XX.....	95
Apéndice B Estadísticas, de la evolución de los indicadores externos de la economía Mexicana.....	97
Bibliografía.....	106

# PRESENTACIÓN

Las teorías acerca de la moneda y su función en el sistema capitalista moderno, provienen de una época en la cual el dinero, era valor a la manera de definición de los clásicos (tiempo de trabajo socialmente necesario para su producción) que en el oro por muchos años había encontrado el ideal para hacer funcionar las economías, eso es historia desde hace más de 30 años.

A pesar de el cambio de papel moneda convertible en oro a papel moneda puramente fiduciario, la mayoría de las reglas que regían para aquel momento siguen siendo vigentes hoy.

¿Por qué entonces las crisis financieras en éste país, fueron de un carácter tan virulento y repetitivo durante los últimos 25 años del siglo XX?.

¿Es mérito del régimen actual la estabilidad monetaria y la fortaleza del peso?.

¿En qué se apoya el peso?. ¿Por qué el histórico nivel de reservas del Banxico?. ¿Podemos olvidarnos de las crisis financieras?.

Los mexicanos que vivimos la última mitad del siglo XX, conocimos de cerca el significado de inflación y devaluación continua de nuestra moneda. La redistribución implícita del ingreso fue tan intensa que muchos pequeños capitales fueron reducidos al recuerdo, en tanto las empresas aprendieron a re-etiquetar continuamente para actualizar los precios.

Cada gobierno, así como cada crítico del mismo, nos fue explicando las bondades de la nueva propuesta, dándonos su explicación de lo erróneo de las propuestas previas.

Fue el gobierno del Lic. Luis Echeverría Álvarez, el que dio inicio a aquel terrible círculo vicioso de inflación devaluación, que terminó en una de las crisis financieras más impactantes de que se tenga memoria en el país. Fue una época en la cual el dólar abandono el patrón oro, y las economías comenzaron a ajustarse a un nuevo contexto cambiario.

Europa mismo sufrió continuos ajustes cambiarios y en un intento de buscar la estabilidad cambiaria con fecha 24 de abril de 1972 constituyó la denominada, "serpiente monetaria" <sup>1</sup> en la cual "Los seis" <sup>2</sup> decidieron limitar al 2,25% los márgenes de fluctuación entre las monedas que la conformaban.

Es a partir de aquella época en que el dinero comienza a tener un significado diferente a lo conocido hasta entonces, en el cual una moneda estaba respaldada en un valor real (el oro) frente a un valor fiduciario (el dólar).

El dólar se había convertido, no solo en la moneda de referencia frente a la cual, se cotizaban todas las del resto del mundo. Además se convirtió en el respaldo, de las otras divisas, es decir se sustituyó al oro como reserva de los bancos centrales.

La estabilidad o inestabilidad cambiaria, si bien pueden ser considerados como un síntoma del estado de una economía, es precisamente el estado de la economía el detonante de la inestabilidad cambiaria.

Los fondos mundiales en su afán de incrementar su ganancia se desplazan continuamente, motivo por el cual, los Bancos Centrales de cada país, deben incidir en las tasas de interés locales en su afán de captar recursos externos a tasas pasivas, y no a los niveles de tasas activas, donde los créditos son negociados en función de la calificación crediticia de cada país.

Quizá el principal factor que influirá en el comportamiento de una moneda, será el nivel de reservas internacionales alcanzado por el emisor de la misma.

---

<sup>1</sup> **La Serpiente Monetaria (1972)** Sistema creado para mantener un margen de fluctuación entre las divisas comunitarias más estricto que el existente por entonces.

A resultas de la nueva situación internacional, el 21 de marzo de 1972 el Consejo de Ministros de la CEE decidió mantener un **margen de fluctuación** entre las divisas comunitarias. La unión monetaria Europea, sin nombre de autor ni institución <http://www.dip-badajoz.es/eurolocal/es/download/emu.pdf> p.5

<sup>2</sup> Los 6 países fundadores de la Comunidad (Francia, Bélgica, Países Bajos, Luxemburgo, Italia y Alemania) participaban en el sistema monetario internacional de **Bretton Woods**, que se caracterizaba por unos **tipos de cambio fijos** entre las monedas con posibilidades de **reajustes** cuando fuera necesario. Op.cit. p.4

Como ejemplo podemos ver el caso de China, con reservas internacionales del orden del billón de dólares, a noviembre de 2006, y que son producto de una balanza comercial superávitaria, principalmente respecto a los EU de Norteamérica, frente a quien alcanza una balanza de los casi 100,000 millones del dólares anuales. La comunidad internacional ha intentado presionar a las autoridades chinas a apreciar el yuang, sin embargo esa moneda no es de comercio mundial.

Por otra parte tenemos el caso de México, país que ha acumulado reservas internacionales importantes, a pesar de contar con una balanza comercial deficitaria (Cuadro 6 apéndice B) acumulada entre los años 2000-2005, por 61,682 Millones de dólares.

Ambos países mantienen una estabilidad cambiaria, por contar con elevadas reservas monetarias sin embargo, el crecimiento de las reservas en nuestro país, esta fundamentada en factores endebles que fácilmente pueden ser invertidos en el mediano plazo.

Primero, porque la balanza comercial es deficitaria, a pesar del elevado nivel del precio del petróleo; segundo, porque EU esta invirtiendo cada vez más recursos en evitar el paso de indocumentados, situación que en breve puede revertir el enorme flujo de recursos que por concepto de remesas familiares llega a nuestro país y por ultimo porque las flujos de inversión extranjera nunca son de carácter permanente.

# INTRODUCCIÓN

## ***Experiencia Profesional.***

Comencé a participar en el mercado de cambios en el año de 1979, cuando fui invitado a colaborar como asistente de cambios en mayo de 1979 en Banco Sofimex, donde fui nombrado jefe de cambio y colaboré hasta diciembre de 1980, cuando fui invitado a participar en Unibanco S.A. como asistente bursátil y encargado del departamento de cambios en la ciudad de México, (La Dirección General se manejaba en Mexicali BC, pero ya que la mayoría de Bancos del país concentraba sus áreas internacionales en el distrito federal, el banco considero de alta importancia desarrollarse en esa ciudad capital.

Entre los años de 1981 y 1983, fui cambista para el Banco Mexicano Somex, Asistente, y posteriormente Asesor Bursátil y encargado del departamento de cambios de Unibanco SA, Jefe del departamento de cambios, mercado libre y controlado para Banco Obrero, hasta que fui invitado a trabajar para Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext).

En este último Banco, tuve la oportunidad de vivir la experiencia de más aprendizaje en mi carrera, ya que por una parte es el Banco encargado de fomentar el Comercio Exterior en el País, situación que se vio enriquecida, cuando el Fomex, (Fondo de Fomento a las Exportaciones) fue asignado a la administración de Bancomext y por otra parte, me toco vivir ahí el control de cambios, el nacimiento en el país de la Cobertura Cambiaria de Corto Plazo, el inicio de la determinación diaria del tipo de cambio de equilibrio, el manejo operativo del Banco respecto a la renegociaron de deuda con Club de París y el manejo de un Swap a 10 años de Yen Japonés contra dólar americano, en un contexto de control de cambios.

En el mes de noviembre de 1987 deje el Banco de Comercio Exterior para integrarme a Cecam Casa de Cambio, en calidad de socio y director de análisis, en enero de 1989 forme la empresa Promofín cuyo objeto social era el operar, metales finos amonedados, en barras, granalla y láminas.

En Marzo de 1992, me reintegré al mercado cambiario como gerente de zona en Cuernavaca Morelos de Consultoría Internacional Casa de Cambio, trabajando en esa empresa, hasta Octubre de 2003, donde tuve la oportunidad de conocer el mercado desde la óptica de la promoción y administración.

Fui nombrado en febrero de 1994 Subdirector de operaciones de esa empresa en las oficinas del aeropuerto de la Ciudad de México, y en Junio de 1995 Director Regional Bajío, administrando Sucursales, en las Ciudades de León Guanajuato, Celaya, Querétaro, Aguascalientes y San Luis Potosí. Como Director Regional en Bajío, Implementé las primeras sucursales mixtas (menudeo, mayoreo) en ciudades que fueran cabecera estatal, asimismo; implemente la primera sucursal de carácter exclusivamente de promoción, en Querétaro lo cual representó un concepto novedoso, ya que al no operar efectivos, el costo de instalación fue muy bajo lo que provocó que el primer mes de operaciones lograra cubrir esos costos y empezar con números positivos a partir del segundo mes de operaciones, el principal ahorro lo representaba el hecho de que al tratarse de una sucursal de atención a empresas, no requería inmovilizar capital.

Mis Actividades principales fueron:

- Análisis de información y noticias, con el propósito de establecer las estrategias diarias para el manejo de la posición de divisas de la Regional.
- Revisión, y en su caso autorización de aquellas operaciones que implicaran riesgo en la regional de acuerdo a facultades.
- Capacitación del personal, convirtiéndola en la única regional, con el 100% del personal capacitado en la misma, ya que el resto contrataba personal de otras instituciones.
- Elaboración y concertación de presupuesto.
- Revisión de cifras con cada sucursal y promotor de la regional con el propósito de alcanzar y de ser posible superar metas.

Visita continua a Sucursales, y clientes con los promotores, tanto en León, como en las ciudades que dependían del C.R. como San Luis Potosí, Celaya, Aguascalientes y Querétaro

En noviembre de 2003-Octubre, 2004 fui invitado como Director General de Prodira Casa de Cambio donde realice todos los trabajos relacionados con la apertura de la misma, siendo mis responsabilidades iniciales:

- Registrar ante Secretaria de Hacienda y Crédito Público a Prodira Casa de Cambio
- Atendí Auditoria de inicio de operaciones por parte de Comisión Nacional Bancaria y de

Valores.

- Escribí los Manuales de Políticas y Procedimientos.

▪ Comandé el desarrollo del sistema de Control de Divisas, así como el contable para la Casa de Cambio.

- Inicié Operaciones para la Casa de Cambio.

▪ Configuré todos los reportes a Autoridades Bancarias incluyendo el cambio de formato de Agosto de 2004.

Reportaba a la Presidencia del Consejo de Administración.

Actualmente, laboro como Management Consultant, para Dolex Dollar Express Inc. En donde colaboro de la siguiente manera:

- A cargo de la operación de 13 sucursales en Las Vegas Nevada
- He negociado 4 nuevos puntos de venta que iniciaran operaciones en el 2007
- Propongo los nuevos puntos donde Dolex debe abrir sucursales.

***El objetivo de ésta tesina.*** Proporcionar al lector una visión global del contexto en el cual se desarrollaron las crisis financieras de finales del siglo XX y principios del XXI en nuestro país. Desde el punto de vista de mi experiencia profesional, considero que es un tema de interés

general dada la existencia de una larga historia de eventos, tanto para el caso de México, como para el resto del mundo, incluyendo las poderosas economías europeas, asiáticas y la norteamericana que demuestran que a pesar de las técnicas de regulación, consistentes en incidir en la oferta monetaria para control de la tasa de interés, cuyo propósito es nivelar la producción y demanda de mercancías. Estos eventos han mostrado ser insuficientes para evitar la inflación así como el colapso de las monedas,<sup>3</sup> y que dada la globalización las crisis se propagan hacia otras economías.

**Justificación de la investigación.** Es necesario para los actuales empresarios, directores de finanzas o tesoreros tener muy presente el riesgo al que se enfrentan sus empresas cuando generan activos o pasivos en divisas diferentes a la moneda del país donde llevan a cabo sus operaciones.

Saber determinar el costo exacto de una cobertura, el uso correcto de los recursos líquidos, así como el cálculo de costos es muy importante para el sano desarrollo de las empresas que operan hoy en un mundo globalizado.

El cálculo de los futuros financieros, comienza determinando el costo de indiferencia en el momento "i" (inicial), respecto al momento "f" (futuro) considerando como parámetros el precio en el momento "i" así como el diferencial de las tasas entre los instrumentos a cotejar. Los mercados de futuros inciden en los mercados de contado, más de lo que los mercados de contado inciden en el de futuros, ello se debe básicamente a que aquellos mercados reflejaran en los mercados de contado, la cobertura de compromisos, o vencimientos de activos y pasivos a una fecha posterior.

---

<sup>3</sup> es casi seguro que aun bajo las más prósperas políticas monetarias seguirían planteándose serios problemas económicos Chandler Lester V, Introducción a la Teoría Monetaria, Fondo de Cultura Económica, México, 1976 P 182

Los mercados financieros bien desarrollados, proporcionan a las empresas herramientas que les permiten no sólo disminuir el riesgo, también les permite mejorar su toma de decisiones, respecto a la toma de pasivos en el exterior, que no terminen comprometiendo su sano desarrollo al enfrentar imprevistos respecto a la inestabilidad cambiaria.

Aun cuando la presente, no pretende ser un curso acerca del mercado de divisas, si es su propósito el generar conciencia en la sociedad respecto al riesgo cambiario y difundir entre sus lectores la manera en que los mercados financieros funcionan y como el uso de los mismos puede significar la continuidad de la existencia de empresas con comercio internacional.

Hoy el país cuenta con un Banco Central experimentado, con gente que vivió las crisis de fin de siglo, subgobernadores con capacidad técnica y experiencia, esa experiencia seguramente permitirá al país reducir los costos del pasado, pero definitivamente, no es suficiente el conocimiento, para evitar las crisis, las crisis no son producto de un manejo inadecuado de la política cambiaria o monetaria, el buen manejo de esas políticas, siempre reducirá el costo social, pero debemos tener presente que las crisis distan mucho de ser simplemente errores de conducción, y tienen su origen en el propio modo de producción.

México ha disfrutado de una relativa estabilidad cambiaria gracias al elevado nivel de reservas cambiarias alcanzado en el país, tanto por el flujo positivo de inversión foránea\*, (Cuadro 2 y 5 Apéndice B) como por el enorme flujo recibido mediante remesas familiares,\* (Cuadro 10 Apéndice B) sin olvidar el alto precio que ha alcanzado el petróleo en los últimos años. Lo anterior sin embargo, no inmuniza al país ante la posibilidad de futuras crisis financieras, sería suficiente que algunos fondos de inversión encontraran un mercado en el cual consideraran mejores expectativas de ganancias, para que se diera una salida de capitales o cuando menos se interrumpiera el flujo de inversión a nuestro país, y ello provocaría una caída del peso, dado el actual déficit de balanza comercial\* (Cuadro 6 Apéndice B) lo cual a su vez se traduciría en una nueva crisis financiera, esto a pesar de que de acuerdo a las reglas actuales, las reservas

del Banco de México no fueran expuestas en la primera fase, dada las reglas de intervención del propio instituto central.

En la crisis de 1982 el gobierno federal, tuvo que salir al rescate de las empresas mexicanas, mediante un mecanismo de cobertura de riesgo cambiario denominado FICORCA (Fideicomiso para la cobertura de riesgo cambiario).

el desplome del tipo de cambio dislocó su relación pasivo-capital y colocó a no pocos grupos industriales importantes al borde de la quiebra. El Estado se vio obligado a realizar una inmensa operación de rescate tendiente a reestructurar los pasivos en dólares y absorber una parte considerable del riesgo cambiario de las empresas, Para ello creó una serie de fideicomisos entre los cuales destaca Ficorca (Fideicomiso para la cobertura del riesgo cambiario);<sup>4</sup>

En la crisis del 95, fue también el gobierno federal quien tuvo que entrar al rescate, ahora de la banca con el FOBAPROA.

Aun cuando no podemos aseverar que esas crisis pudieron haber sido evitadas, si en el contexto nacional se hubiese contado con mecanismos de cobertura adecuados y un amplio desarrollo de los mercados financieros en el país, si podemos afirmar que el costo social de aquel momento hubiera sido mucho menor.

Es necesario aclarar que el objetivo de los intermediarios que participan en los mercados financieros así como el de los grandes fondos de inversión es la ganancia directa a la manera pura descrita en la formula, D...D'. Es decir anticipar dinero, para obtener dinero incrementado, sin pasar por el proceso de producción generación de plus valor, de la comercialización o circulación de mercancías en donde siempre el capitalista que la lleva a cabo ha reclamado su parte alícuota de plus valor.

---

<sup>4</sup> Dávila Flores Alejandro, El Circuito del Dólar en México, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 172, 1985. P. 9

Se debe tomar en cuenta que participar en estos mercados requiere prudencia, conocimiento, observación y el desarrollo del “feeling”. El feeling es un desarrollo que se da en muchos operadores cambiarios, producto de su capacidad de relacionar eventos aislados y pasados, para comprender lo que está sucediendo en un mercado, y estar en condiciones de anticipar, o entender rápidamente el inicio de un movimiento de oferta o demanda.

**En la primera parte**, primer capítulo, se describe el funcionamiento del mercado de divisas, el objetivo de su existencia, su función en las relaciones comerciales internacionales, los instrumentos utilizados para cubrir cada una de las necesidades y preferencias de los participantes, la manera en que se pactan las operaciones cambiarias, así como los lugares o los comercios que se dedican a ello.

El mercado de cambios funciona 24 horas al día iniciando operaciones los lunes en los mercados de Asia y cerrando los viernes en Australia, los grandes operadores del mundo no descansan, siempre habrá personal de guardia para vigilar y en caso necesario efectuar las operaciones necesarias, para generar una ganancia o evitar una pérdida monetaria, ante cualquier evento imprevisto que pudiese alterar las cotizaciones de las monedas y por tanto el valor de las posiciones de divisas de las instituciones “hacedoras del mercado” (market makers).

Este primer capítulo, es la parte más conocida por la población, empresas intermediarios y medios de comunicación, es un capítulo descriptivo y de algún modo orienta al lector acerca de que es el mercado de divisas, como se pactan las operaciones, quienes requieren llevar a cabo operaciones con monedas, donde se pactan, cuales son los instrumentos usuales de acuerdo a la necesidad concreta de cada participante, cuales son los medios de pactación y cuales son los intermediarios Bancos, Casas de Bolsa, Casas de Cambio y Centros Cambiarios, cuales son los tipos de operación que podemos pactar con cada uno de esos intermediarios.

En el segundo capítulo, se analiza desde la óptica de los intermediarios financieros cuya actividad es el intercambio de divisas, los diferentes riesgos en los que incurren las sociedades mercantiles o personas físicas cuando participan en el comercio de monedas, los riesgos van desde la volatilidad que presenta el mercado cambiario durante el día, a la variación a medio y largo plazo cuando las empresas asumen pasivos en una moneda diferente a la del país en que radican y producen o comercializan, así como el riesgo por incumplimiento de alguna de las partes en cualquiera de las fases desde la pactación a la liquidación de la operación por último en el capítulo se toca el riesgo que llevan los intermediarios financieros de verse involucrados en operaciones de lavado de dinero.

El tema que trata este capítulo es menos difundido entre la población, pero muy conocido por los participantes en el mercado, tanto por intermediarios como por empresas y aún personas físicas. Sin ser tema de este capítulo, y solo con el propósito de referenciar la importancia que reviste el entender y tomar medidas para prevenir todo tipo de riesgos, baste señalar, que por mal manejo del riesgo, se han ido a la quiebra una importante cantidad de intermediarios financieros, empresas y personas físicas. El capítulo analiza los diversos riesgos en que puede verse involucrado un intermediario o un cliente, sea éste una persona física o moral.

Veremos que los intermediarios enfrentan diferentes tipos de riesgo, que van desde la toma de instrumentos falsificados, carentes de fondos, el incumplimiento de una operación pactada, hasta el riesgo de verse involucrado en una operación del crimen organizado y que se denomina lavado de dinero.

En el capítulo tercero se describe la forma en que operan los mercados de divisas, para plazos superiores a 72 horas o futuros cuya existencia, permite a los comerciantes contar con mejores elementos para el cálculo de costos en sus transacciones comerciales internacionales, en tanto permite al especulador, participar en un mercado interesante para obtener ganancias.

En este capítulo se pone especial énfasis en el aspecto teórico que permite la existencia de un mercado de futuros, y solo se trata a nivel de ejemplo algunos ejercicios que permiten ejemplificar como se lleva el cálculo de un contrato de futuro.

No se profundiza en el tema de los comparativos de indiferencia, ya que para ello es necesario profundizar en el tema de interés compuesto, baste señalar que en términos matemáticos, el cálculo de futuros requiere de comparar a valor presente el comportamiento de dos divisas en un periodo similar tomando en cuenta las tasas de interés reales en cada país, a interés compuesto.

Se menciona la existencia de diversos mercados, como lo es el Mex Der (Mercado de derivados), para el país, y el Chicago Mercantil Exchange.

**La segunda parte**, describe la manera en que los intermediarios financieros en el afán de incrementar su beneficio, presionan los mercados mediante una continua migración entre divisas, países e instrumentos, que les permite incluso, incidir en la toma de decisión de las políticas monetaria y cambiaria de las economías nacionales y con ello la obtención de una parte cada vez mayor del valor social. Plantea que la ganancia que obtienen los intermediarios financieros y los especuladores es la parte del valor social que reclama este sector.

Da una perspectiva histórica de los momentos críticos que significaron enormes pérdidas para el país, sin dejar de mencionar que hubo por supuesto beneficiarios de esas crisis.

En su desarrollo plantea cuales son los elementos objetivos y subjetivos que desencadenan una crisis, haciendo una breve descripción de los modelos de primera y segunda generación FGM y SGM por sus siglas en ingles.

También describe las repercusiones que una crisis puede desencadenar en otras economías dada la globalización y la manera de invertir de los fondos, los que eventualmente, pueden regionalizar sus inversiones y decidir cambiar la proporción de los mismos de toda un área, (ejemplo Latinoamérica), para ser colocados en otra región, ejemplo Asia

Presenta un relato breve de las crisis de 1982 y 1995, y plantea que la actual relativa “estabilidad” del tipo de cambio, obedece más a una situación de coyuntura favorable de ingresos de divisas cuyas fuentes son el alza inusitada del precio del petróleo, así como el ascenso del ingreso de remesas familiares, y no a un mejor manejo de la política monetaria y cambiaria en nuestro país.

**El punto 4.1** describe los antecedentes y desarrollo de la crisis de 1982, misma que concluyó en la nacionalización de la banca mexicana, y la implementación del control de cambios. En ese capítulo se describe el establecimiento la manera en que el gobierno mexicano, en su afán de retener dólares en el país permitió la apertura de cuentas en moneda extranjera,

La presencia creciente del dólar en las operaciones de la banca central es consecuencia lógica de la integración del sistema dual de circuitos monetarios en México. [...] el ascenso de pasivos de los pasivos en dólares [...] tuvo como componente fundamental la contratación de deuda externa [...] Los recursos fueron canalizados por el Banco de México para sustentar sus operaciones en el mercado cambiario sin resultados favorables. [1976...] Los depósitos en dólares, a la vista y a plazo, hicieron necesaria la constitución de una reserva en esa divisa, a través del mecanismo del encaje legal, con el propósito de poder realizar intervenciones de apoyo a los bancos con problemas de liquidez garantizando así un mínimo de estabilidad al sistema. Esta política se puede constatar al observar la enorme participación de los bancos de segundo piso en la estructura de pasivos del Banco de México en los años 1979 a 1981.

La crisis financiera de 1982 mostró con brutalidad la fragilidad de ese pretendido sistema de protección.<sup>5</sup>

Describe como el gobierno de López Portillo pretendía mantener el crecimiento de la economía, en un contexto mundial recesivo, apoyando el mismo en las divisas, provenientes de las exportaciones petroleras, sin embargo hacia finales del año de 1981 ante la caída del precio de

---

<sup>5</sup> Dávila Flores Alejandro, El Circuito del Dólar en México, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 172, 1985. P. 165

los hidrocarburos, la especulación contra la moneda mexicana se vio incrementada, con lo que se desencadenaron eventos a partir del 18 de febrero de ese año , con “el retiro del Banco de México del mercado de cambios” que en esa primera jornada llevó el peso a cotizar de 23, a 38 pesos por dólar a la apertura.

Como, para el 5 de agosto ante la inexistencia de reservas el Banco de México, se vio obligado a recurrir a la Ley Monetaria y convertir todos los pasivos y activos liquidables en el país en Mexdólares a un tipo de cambio de 69.50 pesos por dólar.

Las enormes ganancias que habían representado a los tenedores de esos dólares, no eran suficientes para contener la fuga de capitales, por lo que para el informe presidencial el gobierno tuvo que anunciar dos medidas de carácter urgente, la nacionalización de la banca y el control generalizado de cambios.

En el sub capítulo 4.2 se describe el desarrollo de la crisis de 1995 a la que en su momento se le denominó el error de diciembre, en el sub-capítulo argumentamos no solo en contra de esa denominación tan simplista, planteamos que la profundidad que alcanzó esa crisis, se debió al pésimo manejo de la política monetaria y al pretender el gobierno de Carlos Salinas repetir el éxito de anclar la inflación al tipo de cambio, en un contexto de ataque a la moneda y fuga de capitales provocado principalmente por los eventos políticos de 1994, la crisis igual debía haberse presentado, no así la virulencia por el manejo político de el tipo de cambio.

Muestra como durante el año de 1994 en un intento de mantener la estabilidad del peso, el gobierno Salinista acabó con las reservas que se habían acumulado durante 6 años, plantea que si bien el manejo del momento por parte del recién nombrado Secretario de Industria y Comercio Jaime Serra Puche fue desafortunado, y en efecto dio el banderazo al mercado para acabar con el resto de las divisas del Banxico, en un contexto diferente, una declaración tan errada, no llega a ser causante de una crisis tan profunda.

Por último en el sub capítulo 4.3, plantea que si bien el nivel alto de reservas con que cuenta el país, le ha permitido al Banco de México consolidar una moneda estable y objetivos de inflación cercanos al nivel observado en los países con los cuales mantiene relaciones comerciales, también sostiene que el país no ha generado las condiciones para mantener un desarrollo equilibrado en el medio plazo, ya que depende su estabilidad, tanto de los altos precios del petróleo, como del crecimiento de las remesas familiares y el crecimiento de la inversión extranjera hacia el país. Condiciones todas ellas independientes a la gestión propia de la administración pública mexicana, y que previsiblemente deberán cambiar en un plazo relativamente corto, tanto por la disminución de los niveles de reservas de hidrocarburos, como por las dificultades mayores que enfrentan los mexicanos para cruzar la frontera. El descenso de reservas que estas dos variables puedan provocar, de suyo podrán disparar la salida de capitales, o cuando menos la reducción de flujos de inversión hacia nuestra economía.

# PRIMERA PARTE

## Capítulo I

### *¿Qué es y cómo funciona el mercado de cambios?*

Es el mercado donde se lleva a cabo el comercio de divisas, necesario para que se concreten las diversas relaciones económicas entre personas físicas, morales y entidades gubernamentales en diferentes países y que tradicionalmente ha sido efectuado principalmente por medio de la banca mundial.

Actualmente, los tipos de cambio son determinados en el mercado de divisas. Los principales agentes que participan en este mercado son los bancos comerciales, las empresas multinacionales, las instituciones financieras no bancarias y los bancos centrales (...) Aunque el intercambio de divisas se desarrolla en muchos centros financieros repartidos por todo el mundo, la tecnología de los actuales sistemas de comunicación enlaza dichos centros formando un mercado único, mismo que se encuentra abierto las 24 horas del día.<sup>1</sup>

### **1.1 Propósito y necesidades que cubre**

**Facilitar el comercio mundial**, el hecho de que exista una frontera de 3,200 kilómetros compartida con los Estados Unidos de Norteamérica, sumado a la importancia de esa economía en el mercado mundial, provoca que el comercio de nuestro país con el de aquella nación represente un porcentaje muy elevado de nuestro comercio internacional,<sup>2</sup> Llegando a representar para 2003, el 88.64% de las exportaciones totales del país ver cuadro 6 México

---

<sup>1</sup> Cabrera Adame C. J., Gutiérrez Lara A.A., Rubén A.M. Et Al., Principales indicadores financieros y del sector externo de la economía mexicana. Facultad de Economía, UNAM, México, 2005, P 214.

<sup>2</sup> "Las exportaciones mexicanas hacia el mercado estadounidense han sido creciente y muestran un crecimiento promedio anual de 13 por ciento durante la década, alcanzando en el 2003 un valor de 146 mil millones de dólares". Comunidad Andina, 2004, Documento Estadístico, <http://www.comunidadandina.org/estadisticas/SGde091.pdf>

tiene comercio además con varios países en el mundo, incluyendo países Latinoamericanos, Europeos y Asiáticos.

Los bancos aún controlan una parte importante de las divisas requeridas para la importación, así como las generadas por la exportación, dada la posibilidad que ofrecen a las empresas de facilitar la confianza entre proveedores y compradores en el mercado internacional, mediante las denominadas cartas de crédito.

Aún cuando las cartas de crédito significan pago de comisiones elevadas a los intermediarios financieros, éstas llevan la ventaja para las empresas que las utilizan, de obtener los recursos financieros derivados de una exportación al momento del embarque de la mercancía. En tanto el importador podrá pagar mediante tal mecanismo al proveedor foráneo los productos, al momento en que éste presente en su banco, el comprobante de haber llevado a cabo el envío., los bancos participantes en esa operación, no garantizarán ni el estado ni el contenido de los movimientos físicos asociados a esas transacciones, lo único que garantizarán será el pago de las mismas acorde a contenidos declarados, al momento de la presentación de la carta de crédito.

Es un instrumento de pago, sujeto a regulaciones internacionales, mediante el cual un banco (Banco Emisor) obrando por solicitud y conformidad con las instrucciones de un cliente (ordenante) debe hacer un pago a un tercero (beneficiario) contra la entrega de los documentos exigidos, siempre y cuando se cumplan los términos y condiciones de crédito. En otras palabras, es un compromiso escrito asumido por un banco de efectuar el pago al vendedor a su solicitud y de acuerdo con las instrucciones del comprador hasta la suma de dinero indicada, dentro de determinado tiempo y contra entrega de los documentos indicados. Este instrumento es uno de los documentos más sencillos en su forma y de los

más complejos en cuanto a su contenido. Llamada también “Crédito Comercial”, “Crédito Documentario”, y en algunas ocasiones simplemente crédito<sup>3</sup>

Existe también un activo comercio entre empresas de manera directa, como aquellas que mantienen relaciones con crédito proveedor. Por otra parte las transnacionales como Volkswaguen, o Bayer cuentan con activas tesorerías internacionales, entre su funciones está, el evitar a los intermediarios, en lo que se refiere a sus operaciones de compra venta de divisas, utilizando a nivel mundial, los recursos de sus sucursales o llevándolas a cabo mediante instituciones financieras propias, como es el caso de Volks Bank; para lograrlo, buscan compensar los compromisos de sus filiales en cada uno de los países, generando activos y pasivos entre ellas mismas, ahorrando diferenciales cambiarios, así como comisiones transaccionales y dejando esos ingresos dentro del grupo, a través de sus propias instituciones financieras.

***El turismo internacional***, el intercambio de divisas que se da por éste concepto puede llevarse a cabo de diversas maneras, el turista individual, deberá cargar consigo billetes o moneda extranjera, cheques de viajero, tarjetas de crédito internacionales o tarjetas de débito, que podrán usar en el extranjero, donde el banco, o el intermediario autorizado, efectuará el cambio de moneda en la fecha de transacción del día hábil mas próximo a la fecha de la operación. También es usual el pago de los servicios que recibirá el turista, mediante el pago en el país de origen, de gran parte de los gastos que se efectuarán durante el viaje, como es el pago de transporte, hoteles y hasta los servicios diversos, como restaurante, bar o renta de vehículos y excursiones, esta parte, pudo haberse liquidado en el país de origen del turista contra su propia moneda, y sería la agencia de viajes, quien pagaría la moneda extranjera, muy probablemente, con un wire transfer, antes de iniciar el viaje.

---

<sup>3</sup> Neira Santander Daniel Cartas de credito, Gestipolis.com  
<http://www.gestipolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/cartacredito.htm> \* p 1

***El pago de servicios prestados en el exterior***, incluye los pagos por concepto de educación, seguros, transporte de mercancías y pasajeros, servicios médicos, abogados, hoteles y restaurantes etc., las formas de pago de estos servicios, podrán efectuarse muy probablemente con giros y transferencias o wire transfers (transferencias electrónicas).

***Inversiones en el exterior***, en este rubro se consideran dos tipos de inversión, las financieras y las directas, las primeras pueden dividirse a su vez, cuando menos en dos tipos de inversión, a saber en instrumentos de renta fija (certificados de depósito bancarios, bonos emitidos por gobiernos extranjeros) y de renta variable (acciones), entre los fondos de inversión, pueden adquirirse aquellos compuestos por valores de renta fija, o por valores de renta variable, en todo caso para los efectos del presente, todo esto es considerado como inversión financiera, cuya característica principal es básicamente un plazo relativamente corto en un mismo instrumento, o país por lo cual en el país se le ha denominado “golondrina”.

Otro tipo de inversión es la inversión directa, que puede referirse, a una amplia gama de bienes, que van desde la inversión en inmuebles, hasta la apertura de negocios, o filiales de negocios, en un país del extranjero. El común denominador de las inversiones, son los flujos, que necesariamente correrán en una primera fase, desde el país del inversionista hacia el país receptor de la inversión, y en una fase posterior, correrán como remisión de utilidades, desde el país huésped de la inversión hasta el de origen de los recursos, y se esperaría que éste flujo, fuera en la mayoría de las ocasiones superior al de la inversión original, por tratarse precisamente del objetivo mismo de tal movimiento.

***Toma de pasivos en el exterior***, toma de créditos para la adquisición de bienes o servicios en el extranjero. Comúnmente el flujo, será en mercancías o servicios, por lo que solo habrá flujo en divisas, para el pago de los mismos

## **1.2 Instrumentos existentes para cubrir las diversas necesidades**

Para llevar a cabo ese propósito, el mercado ha debido adoptar diversos instrumentos, a saber:

- Efectivo: Monedas y papel moneda con circulación legal en el país de emisión.
- Giros Internacionales: Documentos girados contra cuentas de cheques, a cargo de Instituciones financieras establecidas en los países de emisión.
  - Remesas: Son giros internacionales, que se denominan remesas, en el momento en que estas son presentadas al cobro en un país diferente al del origen de la cuenta girada.
  - Money Order y Postal Money Order. Son giros sobre cuentas institucionales, (como el correo de los Estados Unidos, aunque existen varios emisores). Cuya característica es que son adquiridos y cancelables fácilmente a favor de un beneficiario y enviados a través del correo a otro país para ser cobrados.
  - Wire transfer: Son órdenes de pago incondicionales, utilizadas para acreditar a cuentas de cheques en un país y moneda regularmente diferente a la del país de origen de la orden de pago (wire transfer).
  - Envíos de dinero o remesas familiares<sup>4</sup> Son transferencias (también denominados giros) de montos en promedio de Usd 300 dólares americanos, que envían los residentes en un país del exterior a familiares, este rubro, ha representado en los últimos años al país una cantidad cercana a los 20,000 millones de dólares anuales, y se espera en el 2006 una cantidad cercana a los 22,000 millones.
  - Cartas de crédito, en estas el importador puede pagar de inmediato, o recibir crédito mediante su banco, quien a la vez podrá asumir un pasivo con el Banco del exterior.

---

<sup>4</sup> En términos de volumen, se calcula que en 2005 ingresaron a México unos US \$21.800 millones en flujos absolutos de remesas, lo cual transformaría al país en el mayor receptor a nivel mundial. Banco Mundial. [http://siteresources.worldbank.org/INTLACOFFICEOFCE/Resources/RemittancesFactSheet06\\_Spa.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTLACOFFICEOFCE/Resources/RemittancesFactSheet06_Spa.pdf) p 1

- Operación interbancaria, son aquellas que usan las instituciones financieras, tanto para nivelar sus flujos, y posiciones, como para especular, prácticamente son llevadas a cabo en wire transfer.

- Swaps, estas operaciones las utiliza principalmente el sector financiero, y el propósito de las mismas es nivelar el flujo derivado de los diferentes plazos entre los activos y pasivos contratados por las instituciones, y consisten en una compra venta con una fecha presente (spot), y una venta compra en una fecha valor posterior de dos divisas diferentes.

### **1.3 Fechas Valor a las que se puede pactar y cumplir una operación cambiaria.**

El comercio de divisas, puede llevarse a cabo, para ser liquidado en diferentes fechas valor (de liquidación) a partir de la fecha de pactación, obedeciendo a diferentes circunstancias y necesidades de los participantes. Se consideran operaciones al contado aquellas cuya fecha valor no exceda 48 horas para su liquidación, 72 horas a Europa y Asia por la diferencia de horarios, después de ese periodo se conocen como operaciones a futuro.

**SEXTA.-** Al cierre de sus operaciones diarias el monto de moneda extranjera pendiente de liquidar y de recibir por operaciones con fecha valor veinticuatro y cuarenta y ocho horas hábiles no deberá exceder de cien veces el capital contable de la casa de cambio. Banco de México Reglas a las que deberán sujetarse las casas de cambio en sus operaciones<sup>5</sup>

De acuerdo a las características particulares de cada instrumento, sería usual, que el efectivo, y documentos fueran negociados valor mismo día, sin embargo en el caso de las transferencias (Wire transfer) es usual que se lleven a cabo operaciones así: Valor hoy, Valor tom (Tomorrow Next) o 24 horas hábiles y Valor Spot, operaciones pactadas al segundo día hábil bancario. Si tomamos en cuenta que cuando es de día en América ya cerraron Europa y Asia, el valor spot

---

<sup>5</sup> Banco de México Reglas a las que deberán sujetarse las casas de cambio en sus operaciones, Diario Oficial de la Federación, México, 11 de Marzo 2003 \* p. 83

para una divisa europea o asiática será a 72 horas hábiles, ya que se tomará como cerrado el día hábil de pactación para esas monedas.

#### **1.4 *¿Cuándo, cómo y dónde, puede pactarse una operación cambiaria?***

De acuerdo a los artículos 81 y 81 A de la Ley General de de Organizaciones y actividades auxiliares del crédito,(L.G.O.A.A.C.)<sup>6</sup> contenida dentro de la Legislación Bancaria, existen dos grupos de intermediarios, que pueden llevar a cabo, operaciones de compra y venta de divisas dentro del territorio nacional, el primer grupo de instituciones autorizadas para pactar estas operaciones, son, los bancos, casas de bolsa y casas de cambio, todas ellas supervisadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en lo referente a la supervisión, y por el Banco de México, en lo relativo al control de información, que permita a ese instituto autónomo, conocer de manera oportuna tanto el ingreso, como el egreso de divisas al país, para así poder cumplir con su mandato constitucional<sup>7</sup> de dictar normas o intervenir en tiempo, principalmente en la oferta de papel gubernamental y con ello evitar disturbios en los mercados, que atenten contra el comercio y el nivel de reservas del país.

Estas empresas, por la naturaleza de sus operaciones, y por utilizar recursos del público para su funcionamiento en el país, tienen como característica en común el requerir de permiso previo de Secretaría de Hacienda y Crédito Público, escuchando la opinión del Banco de México para constituirse y poder llevar a cabo sus operaciones dentro del territorio nacional.

---

<sup>6</sup> Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, D.O.F., México, 14 de Enero de 1985 Titulo 5 Capitulo 1 Artículo 81-A

<sup>7</sup> EL BANCO CENTRAL, EN LOS TERMINOS QUE ESTABLEZCAN LAS LEYES Y CON LA INTERVENCION QUE CORRESPONDA A LAS AUTORIDADES COMPETENTES, REGULARA LOS CAMBIOS, ASI COMO LA INTERMEDIACION Y LOS SERVICIOS FINANCIEROS, CONTANDO CON LAS ATRIBUCIONES DE AUTORIDAD NECESARIAS PARA LLEVAR A CABO DICHA REGULACION Y PROVEER A SU OBSERVANCIA. Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Artículo 28 <http://info4.juridicas.unam.mx/juslab/leylab/250/29.htm>

El segundo grupo, corresponde a las operaciones definidas en el artículo 81 A de la misma Ley y se refiere a operaciones de compra y venta de instrumentos monetarios al portador, es decir, efectivo, cheques de viajero, metales preciosos amonedados y compra de cheques nominativos en moneda extranjera, por un importe, igual o inferior a 10,000.00 dólares americanos por cada cliente y que además de los intermediarios financieros arriba citados pueden llevar a cabo los denominados centros cambiarios, los cuales están exentos del permiso previo, por la misma L.G.O.A.A.C y solo requerirán cumplir con los requisitos marcados por la Ley General de Sociedades Mercantiles para cualquier establecimiento mercantil, a éste grupo pertenecen los transmisores de giros provenientes del extranjero, ya que por lo general el promedio unitario de envíos es de 300 dólares americanos.

Por lo anterior, podemos observar, que las operaciones cambiarias, podrán pactarse en nuestro país, en cualquiera de las entidades arriba descritas, con las restricciones señaladas en el artículo 81 de la L.G.O.A.A.C.

Así el público mexicano, llámense personas físicas, morales, o entidades gubernamentales podrán pactar con alguna entidad financiera de las mencionadas anteriormente.

Cabe mencionar la importancia del volumen de operaciones que las instituciones financieras mexicanas, realizan con sus similares en el exterior, tanto con el propósito de obtener divisas contra divisas en aquellos mercados, como el cotizar a entidades financieras del exterior contra moneda nacional principalmente el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica.

En el mercado inter-bancario diariamente se llevan a cabo operaciones tanto para cubrir necesidades de las grandes corporaciones comerciales como los intereses de grandes especuladores. Un banco grande puede comerciar miles de millones de dólares cada día. Algunas de sus operaciones se llevan a cabo para cubrir a sus clientes, pero la mayoría son pactadas como posiciones propias por la mesa de cambios a través de cuentas propias de la institución. Hasta hace poco se manejaban enormes cantidades mediante los brokers de cambios cuya función era facilitar las operaciones entre bancos y

otros intermediarios, mismas que eran comerciadas por pequeñas comisiones con contrapartes anónimas. Actualmente sin embargo, muchos de esos negocios se han movido a sistemas electrónicos mucho más eficientes como son, EBS, Reuters, Dealing 3000 Matching (D2), Las cajas sonoras de los brokers, se siguen escuchando en la mayoría de las centrales de cambios, pero su participación en las operaciones son notoriamente menores que lo que fueron hace pocos años.<sup>8</sup>

Después de la segunda guerra mundial, Estados Unidos de Norteamérica se convirtió en el centro financiero mundial y el dólar en la moneda de referencia contra la cual se cotiza el resto de las divisas del mundo desplazando al Reino Unido de esa posición y a la libra esterlina como moneda, referencia de valor. Así tenemos que todas las divisas son cotizadas como unidades de divisa por dólar norteamericano, con excepción de la libra esterlina y el euro (moneda de la Comunidad Económica Europea de reciente creación), donde el dólar norteamericano es cotizado como unidad de divisa por libra esterlina, o euro.

Todas las divisas son negociadas frente a otra moneda. Cada par de divisas se constituye en un producto individual el cual es tradicionalmente representado en la forma XXX/YYY, donde YYY corresponde al código internacional de tres letras ISO 4217 de la divisa donde el precio de una unidad XXX es expresado. Por ejemplo EUR/USD es el precio del euro expresado en dólar americano convencionalmente la primera divisa del par será la que presentó el valor superior al momento de la creación del par<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> The inter-bank market caters for both the majority of commercial turnover and large amounts of speculative trading every day. A large bank may trade billions of dollars daily. Some of this trading is undertaken on behalf of customers, but much is conducted by proprietary desks, trading for the bank's own account. Until recently, foreign exchange brokers did large amounts of business

facilitating inter-bank trading and matching anonymous counterparts for small fees. Today, however, much of this business has moved on to more efficient electronic systems, such as [EBS](#), [Reuters](#) Dealing 3000 Matching (D2), The broker squawk box lets traders listen in on ongoing inter-bank trading and is heard in most trading rooms, but turnover is noticeably smaller than just a few years ago. Foreign Exchange Market, Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Currency\\_market#The\\_Difference\\_between\\_Spot\\_and\\_Futures\\_in\\_Forex](http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_market#The_Difference_between_Spot_and_Futures_in_Forex)

<sup>9</sup> Currencies are traded against one another. Each pair of currencies thus constitutes an individual product and is traditionally noted XXX/YYY, where YYY is the [ISO 4217 international three-letter code](#) of the currency into which the price of one unit of XXX is expressed. For instance, EUR/USD is the price of the [euro](#) expressed in [US dollars](#)

Esta manera de expresar todas las divisas en un mismo sentido, proporciona orden al mercado. Las áreas de foreign exchange (cambios) en los bancos e instituciones financieras mundiales llevan a cabo durante el día, innumerables operaciones con diferentes monedas y no pueden perder tiempo cotizando de una manera desordenada o caprichosa.

Hoy los medios electrónicos son los más utilizados para cerrar operaciones y los dealers y traders de todo el mundo conocen de que les esta hablando su contraparte, utilizando un lenguaje simplificado.

Con el propósito de que las operaciones se lleven a cabo de forma expedita, los bancos y otras entidades financieras (casas de bolsa, casas de cambio), abren líneas de operación para llevar a cabo las mencionadas transacciones. Para las instituciones financieras es de vital importancia, contar con líneas de cambios con varios corresponsales, ya que ello les permite efectuar sus operaciones de manera fluida. Aun cuando hoy en día es aún posible efectuar operaciones vía telefónica, poco a poco ese medio ha ido quedando en desuso, ante la seguridad y velocidad que proporcionan otros medios con mejores características.

Los Broker de viva voz evolucionaron y hoy un solo broker logra atender a varios usuarios al mismo tiempo a través de un sistema de altavoz de conexión telefónica directa donde “el Broker” grita la mejor postura, misma que escuchan varios usuarios de manera simultanea. Usualmente solo grita las milésimas para compra y venta. Ejemplo: Supongamos que el mercado interbancario peso/dólar se este cotizando: USD/MXP 10.9010/10.9040 compra de dólar, por 10.9010 pesos y venta de dólar por 10.9040

El Broker solo gritará “10 al 40 3 x 2”

---

Out of convention, the first currency in the pair, the base currency, was the stronger currency at the creation of the pair. The second currency, counter currency, was the weaker currency at the creation of the pair.  
Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Currency\\_market#The\\_Difference\\_between\\_Spot\\_and\\_Futures\\_in\\_Forex](http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_market#The_Difference_between_Spot_and_Futures_in_Forex)

Ello quiere decir que hay compradores de dólares, que están dispuestos a pagar hasta 3 millones de dólares al tipo de cambio de 10.9010 pesos por cada dólar, y vendedores de hasta 2 millones de dólares que entregaran dólares y recibirán 10.9040 pesos por cada dólar que entregan. Los participantes no conocerán la identidad de la contraparte, hasta que una operación se ha llevado a cabo, y solo conocerán la identidad de los que cerraron esa operación, el Broker y los dos participantes de la misma. Sin embargo todo el mercado escuchara, que alguien compro o vendió, seguido por lo regular del grito de “cambio” por parte del Broker. Cuando un participante, siente que en ese momento le es atractivo adquirir o vender dólares al tipo de cambio que esta gritando el broker alzara su auricular y gritará, por ejemplo mío, o tuyo un millón, o dos o simplemente dirá míos o tuyos, lo que indicara al Broker que el participante estará comprando o vendiendo el total de la partida que este gritando el broker.

En el ejemplo citado, si un cambista grita míos, habrá comprado 2 millones de dólares al tipo de cambio de 10.9040, casi en forma simultánea, el Broker gritara a su vez, a aquel, o aquellos que ofertaban los dos millones, (pudieron ser 2 participantes “míos”) y luego confirmara a cada participante el nombre de la contraparte.

Este sistema aún cuenta con alguna ventaja competitiva, y consiste en que en el caso de que se haya cerrado una operación entre dos participantes que no cuentan entre ellos con línea de cambios, el broker conoce las líneas que tienen con otras contrapartes y buscará llevar a cabo un banco de trabajo (un tercer participante, que cuente con línea de cambios con las dos anteriores), con lo cual se llevará a término la operación.

Algunas ocasiones si alguien toma los dos millones que había disponibles el precio subirá de inmediato, casi siempre a la siguiente milésima y quizá el Broker comenzara a gritar, 10 al medio 3 x 1.

Ya que la mayoría de participantes esta escuchando a los diversos Broker del mercado lo que se traduce en un mercado informado que reacciona muy rápido a la oferta o demanda.

A pesar de ello, hay momentos en que en mercado se mueve en un instante hasta 5 o seis centavos, como respuesta a una demanda u oferta de 50 o 100 millones de dólares.

Aun con el aparente atractivo de éste mecanismo, dista mucho de ser el principal medio utilizado por las entidades financieras, para llevar a cabo el comercio mundial de divisas, mucho mas utilizado es el “dealing electrónico”, administrado por la empresa y agencia noticiosa Reuters a nivel mundial.

Este es todo un sistema de información, con un método de operación en línea, entre la mayoría de instituciones financieras de todo el mundo. Existen varios servicios que uno puede contratar, a diferentes precios. Lo más interesante para la operación de divisas es conocer el Matching, ya que ahí se expresa la mejor cotización de cada momento y los hechos del día. Este sistema, se maneja mediante un servidor y cada participante tendrá estaciones de acceso, y accederá a diferentes pantallas de información de acuerdo a sus necesidades, recordemos que Reuters es una de las principales agencias noticiosas a nivel mundial. En adición al servicio de ver los hechos y movimientos, el sistema ofrece gráficos de comportamiento, que permiten a los cambistas tomar decisiones y por supuesto noticias de todo carácter que afecten o no al mercado, casi al momento en que suceden en cualquier lugar del mundo.

Por último, cuenta con dos posibilidades para cerrar operaciones, la primera consiste en que uno puede ver la mejor oferta y demanda con sus contrapartes registradas, y por otra tiene acceso a un sistema conversacional que permite contactar a sus contrapartes y solicitar precio directo.

Aunque es posible pactar operaciones en el mercado interbancario por importes relativamente pequeños, la mayoría de las operaciones se cotizan por cuando menos 1 Millón de dólares y la manera de solicitar la operación es la siguiente.

Participante a) 1 mio

Participante b) 20/50

Participante a) 50

El participante concluiría I sell 1.0 Mío Usd 10.9050 valor (se indica la fecha del Spot y las instrucciones de liquidación, que se usan con frecuencia entre ambas instituciones) las cuales, en la primera negociación entre ambas instituciones fueron concertadas y confirmadas por escrito, firmadas por un representante de ambas instituciones.

Toda operación de compra-venta de divisas indica precisamente eso, la compra de una divisa y la venta simultánea de la otra, en el ejemplo anterior quien compró dólares, vendió pesos, quien vendió dólares compró pesos, es así que tenemos que la cotización que aparece en el lado izquierdo, (exceptuando como se indico más arriba, el caso de la libra esterlina y el euro) es a como se vende la divisa diferente al dólar. En el caso que estamos analizando, se están comprando pesos a 10.9050 pesos contra 1 dólar.

Para efectuar operaciones entre divisas diferentes al dólar se utiliza como referencia al dólar. Para lo cual se hace cross rate.

Supongamos que se quieren adquirir dólares canadienses y pagar con pesos, si en ese momento el dólar canadiense se cotiza contra dólar americano así:

Cad (canadian dólar.) 1.2930/40.

En tanto el peso se encuentra cotizando al mismo momento.

Mxp (mexican peso) 10.9010/40

Tenemos que el tipo de cambio de cross rate para mxp/cad será

$10.9040/1.2930$  la institución que cotiza entregara entonces 1 dólar canadiense y recibirá 8.4331 mxp

Lo anterior se explica así:

Como la moneda que tenemos de origen son pesos mexicanos, al solicitar dólares americanos, el banco que nos cotiza compra pesos a 10.9040 por cada dólar americano que debería entregar y vende dólar canadiense a 1.2930 por el cual debería recibir un dólar americano aun

cuando en realidad no requiere efectuar operación alguna de dólar americano, ya que solo es utilizado como referencia para el cálculo de los equivalentes respectivos entre las monedas realmente comerciadas.

Como podemos observar, se llama cross rate o tipo de cambio cruzado, por que se usa la cotización izquierda en una moneda y la derecha en la otra.

En Caso de que lo que tenemos sean dólares Canadá y necesitamos pesos mexicanos entonces usamos el lado derecho del canadiense y el izquierdo del peso obteniendo.

$$10.9010/1.2940 = 8.4242$$

Así la institución que coticie dólares Canadienses contra peso mexicano cotizara:

Cuando vende canadienses y reciba pesos recibirá 8.4331 pesos por cada Canadiense que el entregue, y solo entregara 8.4242 pesos por cada canadiense que el reciba.

# Capítulo II

## ***Los riesgos inherentes al cambio de Divisas***

Se pueden diferenciar varios tipos de riesgo en las operaciones cambiarias, dependiendo tanto del tipo de instrumentos, como de con quien se pacta y las formas de liquidación. Para facilitar la explicación, así como el entendimiento del tipo de riesgo, considero será conveniente, explicarlo, en función de cada instrumento a negociar.

La primera clasificación de instrumentos, será entre instrumentos monetarios al portador e instrumentos financieros nominativos.

### ***2.1 El riesgo cambiario puro***

***Clasificaremos como instrumentos monetarios al portador***, a los billetes de curso corriente, monedas de oro y plata de curso legal en el país de emisión, así como cheques de viajero. En estos Instrumentos, existen básicamente tres tipos de riesgo:

1. Que se pretenda negociar, instrumentos falsificados, o robados en caso de los cheques de viajero, el riesgo respecto a los billetes se limita a lavado de dinero, tanto en su modalidad falsificación, como de ocultamiento de su origen criminal.
2. El lavado de dinero.<sup>1</sup>
3. Incumplimiento de la operación, cuando es pactada vía remota, (telefónicamente o por medios de comunicación electrónicos).

Denomino riesgo cambiario puro, al que han enfrentado desde un principio las instituciones, y en general aquellas personas físicas o morales que por motivo de su actividad comercial o

---

<sup>1</sup> El lavado de dinero, en general, es el proceso de esconder o disfrazar la existencia, fuente ilegal, movimiento, destino o uso ilegal de bienes o fondos producto de actividades ilegales para hacerlos aparentar legítimos. Lavado de dinero.com [http://www.lavadodinero.com/QueEsLavado/QueEsLavado\\_definicion.aspx](http://www.lavadodinero.com/QueEsLavado/QueEsLavado_definicion.aspx)

personal requieren efectuar cambio de divisas, en este riesgo podemos incluir todos los instrumentos monetarios al portador.

Para protegerse de esos riesgos las instituciones deberá capacitar en ambos sentidos a sus empleados, y adquirir equipo que le ayude a la detección de esas situaciones.

Para el caso de la detección de billetes, falsos, existen lámparas de luz negra, maquinas contadoras con detectores magnéticos, y plumones con tinta que cambia de color, por sensibilidad al tipo de papel, sin embargo los falsificadores día a día mejoran su capacidad de acción, motivo por el cual, la capacitación sigue siendo el factor mas importante, la capacidad de la vista y el tacto humanos siguen siendo una de las mejores herramientas con que cuentan las instituciones financieras para defenderse de los ataques de organizaciones criminales de falsificadores. En el caso de metales amonedados regularmente solo se usa la experiencia de los cajeros, quienes deben aprender a verificar las monedas respecto a su apariencia, peso y dimensiones. Los cheques de viajero son instrumentos cuya impresión cuenta con características similares a la de los billetes, es decir están impresos en papel seguridad, cuentan con marca de agua y cuentan con el respaldo de una institución privada. En nuestro país, las instituciones, se convierten en coadyuvantes del ministerio publico, por lo cual, cuando una institución detecta un instrumento falso, deberá retenerlo, emitiendo un comprobante al cliente, donde se señalen las principales características del instrumento presuntamente falso, anotando el número de serie denominación fecha de emisión o características particulares en caso de ser moneda. Remitiendo el instrumento o instrumentos presuntamente falsos a la autoridad monetaria, (Banco de México) con el propósito de que sean los laboratorios de ese instituto central, los encargados de dictaminar si el instrumento es falso y en su caso informar al ministerio público si el caso lo amerita, ejemplo cuando son varios instrumentos unitarios los que se pretendieron cambiar.

El lavado de dinero por su parte, no tiene que ver propiamente con el cambio de divisas ya que solo es usado por organizaciones criminales, en su propósito de ocultar el origen ilícito del mismo y por tanto es un riesgo de carácter distinto al riesgo cambiario y no puede tener un nombre diferente a su objetivo mismo, lavado de dinero. Cabe destacar que la falsificación es lavado de dinero en su expresión mas directa, ya que fabricar o comerciar dinero o instrumentos monetarios falsificados es de suyo una actividad ilícita y al efectuar una operación cambiaria con esos instrumentos el criminal pretende convertir en dinero autentico su falsificación cambiándola por dinero verdadero, pretextando una operación de cambio de divisas.

Cuando los instrumentos monetarios negociados son legítimos, el principal recurso con el que cuenta el intermediario para prevenirse respecto al lavado de dinero es:

Conoce a tu cliente, es decir identificación plena, importe y frecuencia de operaciones, perfil del cliente, ¿a que se dedica?, ¿es compatible su actividad con los importes negociados?.

El intermediario deberá contar con bases de datos de sus operaciones, que le permita detectar comportamientos inusuales en las operaciones con un cliente, como podrán ser, aumento inusual de importes, fraccionamiento de operaciones efectuadas en diferentes sucursales, o bien fraccionamiento de operaciones frente a un cajero.

El lavado de dinero, adopta tantas formas, que los gobiernos han tenido que obligar a los intermediarios a capacitar a todo su personal. Asimismo fue tipificado como delito grave en el artículo 400 bis del código penal federal<sup>2</sup> con penalidades económicas y físicas para las personas físicas y morales que participen en ese tipo de operaciones.

---

<sup>2</sup> LIBRO SEGUNDO  
TÍTULO VIGESIMOTERCERO. ENCUBRIMIENTO Y OPERACIONES CON RECURSOS DE  
PROCEDENCIA ILÍCITA  
**CAPÍTULO II. OPERACIONES CON RECURSOS DE PROCEDENCIA ILÍCITA.**

**[Artículo 400 bis]**

## **2.2 El riesgo del Comercio Internacional**

El comercio internacional, difícilmente podría llevarse a cabo mediante instrumentos monetarios al portador, tanto por lo difícil que ello resultaría en términos físicos, como por el riesgo innecesario al que enfrentarían las empresas, al tener que trasladar enormes cantidades de efectivo, lo que elevaría enormemente el costo de operación para las empresas.

La necesidad de simplificar el sistema internacional de pagos, ha ido mejorando la manera de efectuarlos, que van desde la letra de cambio, giro, transferencias, hasta los modernos mecanismos electrónicos, donde desde una computadora, conectada al Internet, asociada a una cuenta de cheques, tanto las empresas como las personas físicas logran efectuar pago a proveedores de bienes y servicios mediante el manejo electrónico de sus respectivas cuentas de cheques, a la suma de estos medios de pago le denominaremos:

### ***Instrumentos financieros nominativos.***

Los instrumentos financieros nominativos son, los giros (cheques, girados en el país y a cargo de instituciones financieras del exterior) que los clientes adquieren, con el propósito de liquidar mercancías o servicios en el exterior, o bien para abrir cuentas en instituciones financieras foráneas; las remesas, que son giros emitidos en el extranjero a cargo de instituciones financieras del exterior, cuyo beneficiario es una persona física o moral radicada en nuestro país y las *wire transfers* (transferencias electrónicas).

Aquí identificamos los siguientes riesgos:

*Incumplimiento de operación*, en virtud de que los importes, principalmente en wire transfer, son elevados, un movimiento brusco en el tipo de cambio, puede hacer atractivo al cliente el pretender incumplir la operación.

*Beneficiario erróneo*, solicitado en forma fraudulenta, por algún empleado de la empresa solicitante, o de la institución financiera (un tesorero por ejemplo, o un promotor).

Digamos que una empresa, puede haber realizado varias operaciones con la institución en cuestión y todas ellas han sido pactadas por el mismo tesorero.

Se realiza una nueva transacción con instrucciones diferentes de beneficiario, la empresa cumple con el pago, y la institución financiera envió el pago de acuerdo a la nueva instrucción.

La empresa llama que no han sido acreditados los fondos a su cliente, y la institución muestra haber acreditado de acuerdo a la instrucción del cliente.

El cliente no reconoce tal instrucción y exige cumplimiento del contrato de cambios. Si el intermediario, no obtuvo la documentación completa de parte del cliente en la cual el apoderado legal, faculte a un funcionario a pactar operaciones por cuenta y orden suyo, así como a proporcionar las instrucciones de pago para tales operaciones, la institución podrá verse involucrada en problemas legales que pongan en riesgo su patrimonio cuando menos por el importe de la operación o en adición por los daños causados por el retraso en el pago.

Negociación de documentos con endoso fraudulento. Aquí las instituciones para protegerse, deben tener debidamente identificada a su clientela, efectuar las investigaciones crediticias de la empresa o persona física a la cual se pretende negociar un documento, y evitar la negociación de documentos endosados.

Es común que algunas empresas libren cheques contra sus cuentas y después los cheques sean devueltos por falta de fondos, cuando la institución investigó los activos de la empresa, no tendrá problemas para recuperar su capital, sin embargo no siempre es posible conocer el verdadero estado de las empresas, ya que las prácticas contables en el país no siempre reflejan la verdadera situación financiera de las mismas. De hecho, la prueba más importante en el país acerca de las malas prácticas contables utilizadas por las empresas, es la crisis bancaria del año de 1995

### **2.2.1 El Exportador**

El exportador, sea productor o comerciante, encuentra como cualquier empresario, muchos retos en el camino, como lo es la competencia, los tiempos de entrega, la calidad, el transporte, y el financiamiento de la producción, entre el tiempo que transcurre desde que inicia la producción o adquisición de la mercancía hasta que recibe el pago. Cabe destacar sin embargo, que enfrenta otro reto y es el de adquirir, las mercancías, o en el caso de los productores, las materias primas, el trabajo, y todos los insumos de la producción en una moneda, y recibir los pagos en una moneda diferente. Por un lado para financiar su producción deberá hacerlo en la moneda local, y por otro cotizar en términos competitivos su producción por la cual recibirá una moneda diferente, lo cual le puede acarrear diferencias cambiarias a la hora de recibir los contravalores, que pueden representar sumas importantes.<sup>3</sup>

#### **2.2.1.1 Activo a Plazo en M.E. Pasivos en M. local**

El primer problema que deberá resolver la gerencia de finanzas será el cálculo del precio de venta, para lo cual, deberá agregar a su costo corriente, los gastos propios de exportación, como son transporte, agentes aduanales y seguros.

Lo más difícil viene ahora y es conocer el tipo de cambio que regirá entre las dos monedas, es decir la extranjera y la local que le permita conocer el importe en moneda local que recibirá, después de convertir, la moneda extranjera en divisa local.

La situación no implica un conocimiento real acerca del comportamiento futuro de dos monedas, únicamente involucra el conocer el valor presente de acuerdo a los diferenciales de las tasas de interés respectivas en los dos países en que se verá involucrado un movimiento de comercio internacional. El principio básico del razonamiento que debe tener un Tesorero en ese cálculo,

---

<sup>3</sup> A partir 1972, fecha del término del acuerdo de Breton Woods, los periodos de estabilidad e inestabilidad se suceden, lo mismo con tasas de inflación moderadas que con altas. Guillermo Martínez Atilano, Inestabilidad del Tipo de Cambio, Un Modelo de Componentes Permanentes y Transitorios <http://docencia.izt.uam.mx/gma/arti1.html> P 1

es precisamente, la base del cálculo de los futuros financieros, que veremos en el capítulo III, pero que a manera del razonamiento de un buen tesorero, explicaremos en el presente.

Imaginemos que la empresa X va a cotizar la exportación de 50,000 blusas de acuerdo a las especificaciones del cliente,

La empresa conoce sus costos unitarios que a manera de ejemplo diremos son:

Tela:	10.00
Habilitación	3.00
Corte	2.00
Confección	7.00
Transporte	5.00
Costos de fábrica 7%	1.89
Costos administrativos 5%	<u>1.35</u>
	30.24

Supongamos que la empresa, no cuenta con capital líquido, y tiene agotados sus créditos proveedor, para tela así como para habilitación, corte confección y transporte.

El tesorero tiene dos caminos, el primero sería adquirir un crédito bancario en moneda local, para empresas mexicanas en mxp, a una tasa de interés del 20%, a tres meses, con pago de capital al vencimiento, ¿cuanto deberá pedir, para no afectar el resto de su capital?

Si manejamos interés simple, pagara  $(30.24 \times .2) / (4) = 1.51$  de intereses por el periodo, con lo cual el costo unitario de su prenda ya subió a  $30.24 + 1.51 = 31.75$ , si la tasa estimada de retorno la calcula en 20% como ganancia bruta a su operación.

Ahora puede cotizar su mercancía  $31.75 \times 1.2 = 38.10$

Si el tipo de cambio se encuentra al momento del cálculo en 11.00 por dólar entonces:

$38.10 / 11 = 3.4636$  por pieza

Analicemos ahora, lo que sucedería si el tipo de cambio, del peso mejora respecto al dólar norteamericano alcanzando una cotización de \$10.68

Estimemos una merma de 2% por piezas que no pasaron el control de calidad.

$$3.4636 \quad X \ .98 = 3.39$$

$$3.39 \times 10.68 = 36.20$$

$$36.2 - 31.75 = 4.45 \text{ de utilidad bruta}$$

$$\text{Que dividido entre el capital adelantado } 4.45/31.75 = 14 \%$$

Tomando en cuenta tal panorama decide dar esa cotización, sin embargo el cliente, le dice que esta muy alto y que solo estaría dispuesto a adquirir a 3 dólares el producto.

Supongamos ahora que el futuro a 3 meses del peso vs dólar esta a 11.21 si cotiza la prenda a 3 dólares obtendrá: 33.63 por los 3 dólares en que esta cotizando tal prenda. Recordemos que el costo unitario era 31.75 por lo que el margen esperado será:

$$(33.63 - 31.75) / 31.75 = .0575\%$$

Seguramente resultara atractivo así cotizar las prendas, aunque recordemos que es de esperarse una merma de 2% lo que reducirá el margen a tan solo 3.75 por ciento.

Por supuesto que el exportador intentara su operación, aun en esas condiciones, sin embargo difícilmente utilizará los futuros o cualquier mecanismo de cobertura, ya que ira esperanzado a que si los futuros están en 11.21 podría ser que el tipo de cambio este arriba y así intentará obtener mayor ganancia con la especulación, además de que presionará a sus maquileros para bajar el costo de producción.

Ha entrado al comercio mundial, y se sujetará a sus reglas y a sus riesgos, ganará las más de las veces, sin embargo una mala jugada, podrá quebrar la empresa. Utilizar los futuros financieros, puede ser parte de la solución, sin embargo el empresario esta más dispuesto a jugar los riesgos, que a pagar las cuotas de participación. En el capítulo 3 ahondaremos en el tema de los futuros.

### **2.2.2 El importador**

La mayoría de las empresas del país son importadores, directos o indirectos, de mercancía, insumos o bienes de capital, incluyendo importación directa de capital, en la forma de

participación accionaria, esta última no la tocaremos en este capítulo, por que el riesgo que pudiese implicar no entra dentro del riesgo cambiario que estamos analizando.

Los comerciantes, pueden pactar sus compras en la divisa del país de donde importan la mercancía, o bien en dólar americano ya que es una divisa mundialmente aceptada.

Así el importador directo registrará un pasivo en una moneda diferente a la del país huésped de la mercancía importada. Comúnmente este importador trasladará, al comprador final de la mercancía el riesgo cambiario correspondiente, utilizando el mecanismo señalado por la ley monetaria en su artículo 8, en donde marca que: Las obligaciones de pago en moneda extranjera contraída dentro o fuera de la República para ser cumplidas en esta, se solventarán entregando el equivalente en moneda nacional, al tipo de cambio que rija en el lugar y fecha en que se haga el pago.<sup>4</sup> Con el propósito de evitar abusos y mala información, Banco de México publica en el Diario Oficial de la Federación el tipo de cambio de equilibrio, el cual sirve para solventar obligaciones contratadas en moneda extranjera, y es esta Ley y este tipo de cambio el que utilizan los exportadores, para vender artículos en el país, contra dólar americano.

En tanto el importador no venda la mercancía y ésta sea cotizada en dólares, no ha entrado a la esfera del riesgo cambiario, la poca capacidad de sustitución de las mismas por producción nacional, no las lograría ubicar en esa esfera, ni en el caso de una devaluación abrupta, ya que en el caso de la industria de la ropa podría cambiarse la confección de importación, con la piratería, cada cual enfrenta un mercado distinto la piratería se mantiene de la venta en las calles, en tanto la confección de importación, será ofertada en las boutiques y los grandes almacenes.

El importador debe en moneda extranjera y cobra en pesos al tipo de cambio vigente a la fecha de la venta de su mercadería, esto es cierto en un importante sector de la economía, sin embargo aquellas empresas que compran inventario propio, para exhibir enfrentan en verdad el

---

<sup>4</sup> Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos. México, Secretaría de Gobernación, 6 de marzo 1995

riesgo cambiario. Quizá en tiempos pasados, hacían una inversión o “ahorro” en moneda extranjera, que invariablemente les rendiría dividendos, sólo era cuestión de tiempo, para que sus ganancias contra moneda nacional se vieran incrementadas, en los últimos años la situación cambio y hoy enfrentan ese riesgo ya que como podemos observar hay momentos en que el peso mejora su cotización respecto al dólar ver (cuadro 5).

Disponer de su liquidez, para adquirir una mercancía contra moneda extranjera calculado a un tipo de cambio, representa un equivalente en moneda local, sin embargo ante una apreciación de la moneda local, el comerciante tendrá dos alternativas, bajar de precios, o enfrentar a la competencia en desventaja, ya que las nuevas importaciones, podrán ser vendidas a un menor precio contra moneda local.

#### **2.2.2.1 Activo en M.N. Pasivo en M.E**

Otro comerciante que si asume un riesgo, es aquel que obtiene un crédito proveedor en moneda extranjera y su mercancía la distribuye en moneda nacional, aquí estamos hablando del comerciante detallista y de aquel que vende objetos de consumo general y cotidiano, comerciantes que por supuesto, pueden ser grandes cadenas comerciales, ya que el comerciante en pequeño, difícilmente contará con la estructura apropiada para llevar a cabo la importación directa y mucho menos considerando un crédito proveedor.

También estamos hablando de la adquisición de bienes de capital, los cuales se mantendrán tanto en el activo, como en el pasivo en moneda extranjera, sin embargo ya que el bien de capital, se va depreciando (en términos de contabilidad), traspasando su valor a las mercancías (en términos económicos), deberá hacer mensualmente actualizaciones del valor en libros, en función por un lado del tiempo de vida del crédito, para el caso del pasivo, y del tiempo de depreciación permitido por la ley, para el bien en cuestión, lo que seguramente le provocará algunas diferencias en su relación activos y pasivos contratados en moneda extranjera.

Será función de la gerencia de finanzas, encontrar la manera de cubrir el riesgo cambiario, nuevamente una de las opciones, será contratar sus créditos en las monedas apropiadas, efectuar los swaps correspondientes y primordialmente manejar futuros, sin embargo en la cultura financiera del país, aún no se contempla esta opción, debido a la resistencia que muestran los empresarios a pagar por cubrir el riesgo.

### **2.3 El riesgo por incumplimiento de operaciones.**

Una gran parte de las operaciones mayores que son pactadas entre empresas e intermediarios financieros, (bancos, casas de cambio y casas de bolsa), son concertadas vía telefónica y la volatilidad de los mercados, la premura de los participantes, y la inexperiencia ocasional de algún promotor o tesorero (gran parte de las operaciones por parte de los intermediarios, son pactadas por un promotor, o ejecutivo en tanto en las empresas pueden ser los tesoreros o los contadores los que realizan las concertaciones) pueden provocar el incumplimiento de una operación, lo cual puede repercutir en una pérdida cambiaria para alguno de los participantes.

La volatilidad, es uno de los factores que llegan a causar tentación a una empresa para incumplir una operación, inclusive existen ejecutivos o promotores que alientan indebidamente este tipo de comportamiento entre la clientela. Lo anterior es una práctica algunas veces intentada, pero pocas veces llevada a cabo por las medidas de seguridad que los intermediarios han implementado, de manera cada vez mas generalizada, para protegerse de actitudes que puedan causar perjuicio a esas instituciones.

Un movimiento del tipo de cambio peso dólar de hasta 10 centavos en sólo unos minutos, puede representar un monto de \$ 100,000.00 de diferencia entre un tipo de cambio inicial y uno posterior a ese movimiento en una operación de 1'000,000.00 de dólares. Una empresa que cierra una compra de 1'000,000.00 de dólares americanos a las 9.10 a.m. (Comprando la

empresa a un intermediario financiero) al tipo de cambio de 11.20, debería pagar pesos por 11'200,000.00 m.n.

Pero si a las 9.20 a.m. el tipo de cambio bajó digamos a 11.10, entonces la empresa ahora solo debería desembolsar 11'100,000.00 mn.

Los tesoreros siempre cotizan cuando menos con dos intermediarios, suponiendo que a las 9.10 una empresa cotizó un millón de dólares americanos con el intermediario A y B donde el intermediario A cotizó 11.20 para la operación de venta (el intermediario, compra para el cliente) y el intermediario B cotizó la misma operación digamos a 11.2010, el cliente cerrara la operación con el intermediario A, ya que en ese momento, le representaba un ahorro de 10,000.00 respecto al intermediario B.

Imaginemos que en 10 minutos el tipo de cambio se encuentra a 11.10, el intermediario B, quizá sin saber que el cliente ya cerró, recotiza al cliente la operación, diciéndole, en este momento te ofrezco el millón de dólares a 11.10. El tesorero, le dirá al intermediario que ya cerro, pero de inmediato llamara al intermediario A para intentar cancelar o recotizar la operación. El cliente en ese momento sabe que el mercado en realidad se movió, pero querrá convencer al otro intermediario, que lo esta robando etc. Son como sea 100,000.00 de diferencia y su empleador sabrá que adquirió dólares en mal momento, el empleador sabe que el mercado varía, pero solo entiende eso cuando varía a su favor, incumplir se convierte en una tentación grande para la empresa.

Los promotores desean quedar bien con el cliente, saben que un cliente de 1'000,000.00 es un cliente que deberá atender en todo momento y presionará a su mesa de operaciones, para una reconsideración del tipo de cambio.

Pocas serán sin embargo, las veces que un cliente incumpla una operación por este concepto, para ello el intermediario cuenta con algunas herramientas que le ayudan a evitar esas prácticas.

- Sistemas de captura inmediata, que reflejan el tipo de cambio y sus variaciones en forma continua, lo que permite y obliga a los promotores a capturar en el momento una operación en menos de 5 segundos (para clientes dados de alta en el sistema con anterioridad).
- Vigilancia de llamadas telefónicas, que permitirían al intermediario comprobar la existencia de la operación y sus condiciones de pactación.
- Coordinación de tres áreas de vigilancia, Auditoría, Contraloría y Cumplimiento, para la prevención, corrección y sanción de las prácticas deshonestas que pudiesen presentarse.

Ahora recordemos que dinero es dinero, y ello provoca el riesgo de incumplimiento.

Otra posibilidad de incumplimiento la da la inexperiencia, sucede que algunas veces los clientes desean cambiar un importe de pesos a dólares y por ejemplo en lugar de pedir cotización en dólares para un millón de pesos, la piden para un millón de dólares, la confirmación de los equivalentes, debería darle la pista al promotor, sin embargo la prisa que un mercado rápido imprime a las llamadas telefónicas, provoca omisión de confirmaciones, que estas si pueden ser mas comunes en lo que denominamos riesgo de incumplimiento.

Por ultimo, tenemos la más riesgosa manera de incumplimiento, y se trata del financiamiento forzoso.

Este financiamiento, consiste en la venta de cheques en dólares sobre los Estados Unidos, o cualquier otro país, sin fondos. Algunas empresas con problemas financieros, alteran sus estados financieros y venden cheques sin fondos principalmente a casas de cambio, con el propósito de mantener su operación, para lo cual van ganando la confianza de las instituciones cambiarias, vendiendo cheques de sus cuentas propias, dejando buenas utilidades en la operación a las mismas.

Este tipo de operaciones puede prolongarse en el tiempo, e incluso por el nivel de confianza alcanzado, crece también el importe de las operaciones.

Algunas veces las empresas mejoran el ciclo entre sus activos y pasivos, o la liquidez así generada, les permite obtener créditos a largo plazo con la banca, para mantener ordenada su operación, la institución cambiaria, nunca se da cuenta de que otorgó un financiamiento, sin siquiera haberse dado cuenta del mismo.

Otras ocasiones, la empresa esta en muy malas condiciones y termina con devoluciones de cheques, lo que se traduce de acuerdo a las normas de CNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores) en un quebranto, si no es recuperado, en el mes de la devolución, y se registra como otros ingresos al momento de la recuperación.

Dependiendo de el tamaño del problema financiero de la empresa, de los activos de la misma y de las negociaciones, los intermediarios financieros podrán cobrar o no esos importes, éste es uno de los mayores riesgos a los que puede enfrentarse un intermediario y para el caso de la empresa que actúe de ese modo, uno de los financiamientos mas caros que pudiera obtener.

#### ***2.4 El riesgo de ser utilizado para operaciones de blanqueo de dinero***

Para efectos de prevención de operaciones con recursos de procedencia ilícita, las instituciones financieras se encuentran obligadas a capacitar a todo su personal, llevar manuales y adaptar sus sistemas de modo tal que todos los miembros de la institución, se encuentren capacitados para detectar actitudes inusuales y reportarla a las autoridades correspondientes, mediante reportes periódicos que le permita a esas autoridades tomar las medidas que juzguen pertinentes. Nuestro país ha firmado acuerdos de cooperación para el combate del lavado de dinero, que llevan a cabo en el mundo, organizaciones criminales.

Las instituciones de crédito y las auxiliares del crédito, como las casas de cambio, están obligadas a reportar como relevantes las operaciones por equivalentes a 10,000.00 dólares, que se efectúen en instrumentos monetarios, en cualquier divisa, o metal precioso amonedado. También deberán reportar a las autoridades, aquellas operaciones que consideren inusuales,

como aquellas que no se correspondan con la actividad o el ingreso de las personas físicas o morales que las presenten.

Para dar validez a tales reportes, las instituciones deberán identificar debidamente a los clientes si estos se niegan a ser identificados, no se efectúa la operación ni se reporta, ya que las autoridades solo reciben informes con datos completos. Se consideran relevantes todas las operaciones con instrumentos monetarios, en montos iguales o mayores a 10,000.00 dólares americanos o su equivalente en cualquier divisa e instrumento monetario.

Aun cuando esa obligación es válida a partir de tal monto, las instituciones, han ido implementando controles internos y comienzan a identificar a clientes con operaciones menores desde los 3,000.00 dólares americanos. Los intermediarios han ido adoptando sistemas de control automáticos, que permiten identificar cambios de comportamiento de acuerdo a parámetros que derivan del análisis de las operaciones históricas con cada cliente regular e identificado. Tanto las autoridades, como los intermediarios, conocen la posibilidad de que un operador se vea involucrado en operaciones de lavado de dinero en forma involuntaria, sin embargo, se trabaja en forma coordinada, para evitar que un participante se vea involucrado en forma premeditada, sean empleados o funcionarios desde la menor hasta la mayor jerarquía de cada institución cambiaria. El lavado de dinero puede dejar jugosos ingresos a aquellas personas que aceptan lavar dinero del crimen organizado. Es por ello que cobra importancia, el haber dado autonomía a las áreas de cumplimiento de las mismas, para convertirse en verdaderos vigilantes de los intermediarios sin embargo, cabe destacar que aunque el personal de cumplimiento no reporta directamente a la dirección general de las instituciones, es claro que la contratación de ese personal debería ser aprobado en forma directa por la CNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores), con lo que se convertiría en un brazo de esa comisión dentro de cada institución. Algo que ayuda a reforzar la confianza respecto a esas instituciones, es que deben pagar despachos de auditores externos con prestigio y esos despachos no comprometen

su honorabilidad, apoyando actitudes turbias de las instituciones que las contratan, para que vigilen la aplicación de políticas, anti-lavado de dinero. Una de las mejores maneras de prevenir el lavado de dinero es la aplicación de una política de; “conoce a tu cliente” y de ser posible al cliente (o beneficiario) de tu cliente.

Una operación aparentemente normal, podría en realidad no serlo y no sería difícil detectarla, para aquellos intermediarios que se han preocupado por desarrollar sistemas que le permitan a sus áreas de control y cumplimiento detectarlas, si internamente esos controles fueran intencionalmente evadidos por empleados o funcionarios.

Para lavar dinero las organizaciones criminales utilizan diversos métodos, como la fragmentación y la triangulación de operaciones, tratando siempre de evadir los controles implementados por los intermediarios y autoridades para detectar el origen y destino de los recursos que pretenden ser lavados. Las instituciones deben estar concientes de la importante labor social que prestan al levantar barreras a esas prácticas insanas, ya que al limitar las posibilidades de las organizaciones criminales de insertar dinero producto de sus actividades que tanto dañan a la sociedad, en los circuitos financieros, contribuyen a que esas organizaciones no se fortalezcan y puedan ser desintegradas por la coordinación de las policías del mundo.

# Capítulo III

## ***Mercados de Cobertura de riesgo cambiario***

Existen dos propósitos básicos para la existencia de estos mercados, sin que se pueda considerar de mayor importancia uno del otro.

1. Cobertura: Las empresas que participan activamente en el comercio mundial, adquieren activos y pasivos a plazo, y ello les obliga a efectuar cotizaciones de sus mercancías, o programar pagos de materias primas o maquinaria adquirida a plazo y cuyo pasivo o activo se encuentra registrado en una moneda diferente a la que expresa toda su contabilidad.

Una empresa en este caso llevará a cabo movimientos financieros de acuerdo a diferentes circunstancias entre las cuales podemos mencionar;

- La liquidez de la empresa en cuestión.
- La capacidad de la Dirección o Gerencia de Finanzas.

Una empresa con excelente liquidez y capacidad media de la dirección de finanzas, muy probablemente, optará por nivelar su posición de riesgo en el mercado spot e invertirá el recurso de nivelación en un instrumento en la moneda o divisa adquirida. Esa nivelación de activos y pasivos, le permitirá evitar los riesgos cambiarios y por tanto podrá manejar una estructura de precios sana en la empresa.

El caso que acabamos de describir, raramente se parecerá a la realidad, ya que difícilmente encontraremos una empresa que se maneje en tal grado de liquidez, por la naturaleza de las empresas que requieren reinvertir para crecer.

Mucho más usual es encontrarnos con el caso de empresas con falta de liquidez y con poca experiencia de la dirección de finanzas, que enfrentan graves problemas ante los movimientos erráticos del tipo de cambio. De hecho no ha sido raro que en épocas de movimientos bruscos del tipo de cambio, algunas empresas hayan enfrentado problemas tan graves, que inclusive por falta de un adecuado control del riesgo cambiario han llegado a la quiebra.

Cabe destacar, que las empresas normalmente pactan contratos a largo plazo, esto es, los pedidos que hace una empresa, por ejemplo de materias primas, no son pedidos que serán pagados de contado, en el mejor de los casos serán liquidados al momento del embarque de las mercancías, esa situación compromete a las empresas, a adquirir divisas en una fecha posterior a la fecha de pactación del levantamiento del pedido.

Además las empresas pueden adquirir maquinaria, equipo, o bien incluso ser importadores directos de mercancías a comercializar en su país de origen.

Esta situación llega a significar problemas reales para las personas físicas y morales, principalmente cuando se lleva a cabo un movimiento importante en el tipo de cambio.

Regularmente, las empresas productoras levantan sus pedidos contra moneda local, para la elaboración y comercialización de los productos de manufactura propia, fabricadas con materias primas provenientes del exterior. Para el cálculo del costo unitario, el productor nacional, conoce sus costos fijos en lo relacionado a mano de obra, energía, renta, transporte, gastos de administración etc. Sin embargo, aun cuando conoce cual es el importe de las mercancías que adquirirá como materia prima, no puede saber en realidad cuantos pesos erogará para adquirirla.

Es evidente que un movimiento del tipo de cambio de 2% en una semana, no afectará sustancialmente sus cálculos, pero los procesos de manufactura pueden abarcar meses y en ocasiones dos empresas pueden pactar un contrato de resurtido por un periodo de hasta un año, esas empresas tienen que considerar seriamente la posibilidad de ajustes paulatinos o abruptos del tipo de cambio.

De hecho las crisis de fin del siglo XX, dejan una lección importante a nuestro país y principalmente a las empresas con pasivos en moneda extranjera.

Sin embargo, la intensidad del proceso inflacionario obedeció a la presencia de factores de propagación, entre los cuales es oportuno mencionar los siguientes: la reevaluación comercial de los activos para

preservar o mejorar los márgenes relativos de ganancia por unidad vendida; la elevación de costos y gastos, no tanto por cambios en los niveles salariales, cuanto por el impacto de crecientes tasas de interés activas; la elevación de los impuestos indirectos; y la recuperación de las pérdidas cambiarias en las empresas con pasivos en moneda extranjera. Aguilera Manuel, Un ensayo de interpretación Económica y Financiera<sup>1</sup>

En realidad hay muchas razones que pueden disparar un movimiento especulativo a favor o en contra de una moneda respecto al resto de las divisas. De ello nos encargaremos en el capítulo IV. Veremos, que ni siquiera en teoría existen muchas coincidencias en el porqué y cuando podemos esperar un movimiento especulativo contra nuestra moneda, que ponga nuevamente en riesgo la estabilidad de las empresas con pasivos en otras divisas.

Existen pocos caminos para que una empresa pueda eliminar el riesgo cambiario, la primera es obtener créditos en moneda local, adquirir las divisas de contado y con ello obtener una nivelación de sus activos y pasivos.

Pero es difícil que las empresas, quieran y puedan llevar a cabo esa nivelación por las razones siguientes:

- La banca mexicana cobra elevadísimas tasas de interés activas.
- Las comisiones son de las más elevadas en el mundo.
- El acceso al crédito es muy lento.

Las empresas podrán conseguir más fácilmente en el extranjero créditos proveedor, o bien obtener financiamiento de bancos foráneos que apoyen el desarrollo del comercio internacional, de empresas de su país.

Por lo anterior, cambiar el pasivo contratado en moneda extranjera a local, es un paso que difícilmente alguna empresa podrá dar.

---

<sup>1</sup> Aguilera Manuel, Un ensayo de interpretación económica y financiera, Revista Investigación Económica, No 169 Facultad de Economía UNAM, 1984. p. 225.

Mucho más probable es que la empresa logre nivelar sus pasivos mediante contratos a futuro, aunque desafortunadamente la cultura financiera del país, aun no ha generalizado esta práctica.

Aun cuando los futuros financieros son una opción viable, económica, segura y factible, que por demás existe hace muchísimos años, los empresarios no cuentan con la información suficiente para decidirse a tomar a los futuros como una opción viable.

### **3.1 Futuros y Opciones**

Podemos definir como un contrato a futuro, el acuerdo entre dos partes por medio del cual una de ellas se compromete a comprar y la otra a vender un bien (subyacente) en una fecha y precio pactados con anterioridad a la fecha de cumplimiento del contrato.

Los contratos a futuro son compromisos firmes de hacer o aceptar la entrega de un producto primario, de calidad y en cantidad especificadas, durante un cierto mes futuro a un precio acordado en el momento en que se hace el compromiso. El atractivo único de los contratos a futuro es que ofrecen un instrumento eficiente para participar en los mercados de productos primarios sin todas las complicaciones asociadas con la tenencia física del material, tales como los arreglos para la entrega, su almacenamiento y seguros. Menos del tres por ciento de todos los contratos a futuro negociados cada año se resuelven en la entrega del producto primario relativo.<sup>2</sup>

- Los futuros son negociados en bolsas especiales, que existen en el mundo.
- Requiere de contratos estandarizados.
- No requiere que los participantes se conozcan, por lo que para garantizar el cumplimiento de los mismos, las bolsas poseen mecanismos para dar certeza a los participantes.

---

<sup>2</sup> COMEX Marketing Department, Commodity Exchange, Inc Folleto Promocional, 1994,P 24

- La fecha de vencimiento para los futuros generalmente esta referida a un mes determinado y la bolsa de valores establece el periodo en que se deberá entregar el bien subyacente. En el caso de futuros sobre “commodities” el periodo de entrega suele ser el mes completo.

El mercado de futuros, puede involucrar, divisas contra divisas, o bien divisas contra mercancías. En el caso de las divisas, cada participante asumirá una posición larga, por la divisa que esta adquiriendo y una posición corta, respecto a la que esta vendiendo

Los mercados más desarrollados en futuros son el Chicago Board of Trade (CBOT) y el Chicago Mercantil Exchange (CME). En esos mercados no solo se pueden hacer coberturas de divisas, también será posible efectuar coberturas respecto a commodities (materias primas).

Los mercados de futuros existen para satisfacer dos propósitos, el primero es ganar dinero, el segundo es conocer los costos reales, una vez descontado el riesgo o la incertidumbre respecto a los movimientos, que el tiempo imprimirá a la relación de precios entre divisas y mercancías.

Cuando una empresa o persona física adquiere un contrato a futuro, adquiere el derecho o compromiso sobre el precio de un activo, y la obligación o compromiso de un pasivo, a una fecha y precio predefinidos respecto a una las divisas o mercancías negociadas mediante un contrato.

Una de las principales características de estos mercados, es que a pesar de que se cotizan bienes estandarizados, no es el objetivo la entrega física de productos o divisas, en realidad lo que se intercambia al final, son los vencimientos de los mismos contratos al precio de contado, (spot) de los productos pactados; de hecho prácticamente se abren nuevos contratos con fechas de entrega nuevas, fechas de entrega por cierto estandarizadas también.

Algo que es importante destacar, es que cada empresa o persona física que abre un contrato, al mismo tiempo tendrá una cuenta de margen, la cual deberá tener un saldo suficiente, para garantizar los movimientos registrados en los precios de los productos de cobertura.

El ajuste diario derivado de los cambios del precio del activo subyacente, será reflejado con un movimiento en la cuenta de margen denominado “marketing to market”

Cuando una empresa, para cumplir un contrato de venta de alguna mercancía en México contra pesos mexicanos, utiliza para su producción un alto componente de materias primas provenientes del exterior, en los casos en que las adquiera a crédito del país de origen. La sola cotización de tal mercancía lleva un problema técnico, el cálculo del costo unitario real de la mercancía que va a cotizar, ya que conoce, tanto el importe en divisa a pagar, como la periodicidad de los pagos, sin embargo no puede conocer el tipo de cambio al que se encontrará el peso mexicano respecto a la divisa contratada.

Para estar en condiciones de conocer el costo exacto de su mercancía y así poder participar en forma competitiva en la cotización de operaciones importantes, la empresa en cuestión cuenta con varios mecanismos para conseguir cotizar en forma apropiada.

**El Mexder.** Esta es la versión mexicana del Chicago Mercantile Exchange, en el se cotiza el dólar americano, el IPC, algunas divisas diferentes al dólar, así como algunas empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de valores.

El mercado funciona mediante cuentas denominadas de margen, el contratante deberá mantener en tal cuenta una centésima parte del valor del contrato, lo cual le permite garantizar un movimiento de la cotización del instrumento de cobertura de 1%, el contratante deberá mantener depósitos suficientes o efectuarlos en forma diaria, para garantizar una prima suficiente ante los movimientos diarios del tipo de cambio, del peso mexicano respecto al instrumento de cobertura negociado en su contrato. En esa misma cuenta le serán abonados en forma diaria los recursos positivos o a favor derivados de los cambios de precio entre el peso y el instrumento contratado.

Al vencimiento del contrato de cobertura, en la cuenta habrá recursos suficientes para absorber el diferencial observado en el mercado real, entre el precio del instrumento contra moneda

nacional en la fecha de contratación y el precio el día de vencimiento del mismo. En virtud de que se cotizan bienes de calidad estándar, para el caso del tc peso dólar se utiliza el de equilibrio, publicado en el Diario Oficial de la Federación, tanto el día de pactación como el del vencimiento. Los precios a que se cotizan los futuros dependen de la oferta y demanda así como del valor presente de los activos y pasivos contratados, considerando las tasas de interés reales, para cada uno de los instrumentos involucrados en la cotización.

Supongamos que en el día 1 se contrata a tres meses la cobertura de 100,000.00 dólares tomando en consideración un tipo de cambio de 10.90

El precio de la cobertura a tres meses podría ser de .10 los cuales se calcularán de la siguiente manera:

Tasa activa pesos (a la que los Bancos prestan) 12%

Tasa pasiva Dólares (a la que se puede invertir en dólares) 3%

Para calcular el tipo de cambio a futuro se efectúan los siguientes cálculos.

El costo de tomar un crédito en pesos, por los que se pagaría una tasa del 12% anual a tres El precio al que se adquirirían dólares y se invertirían en un instrumento en dólares americanos también a tres meses, posteriormente se divide la suma de los pesos del crédito, y los intereses respectivos, entre los dólares invertidos, más los intereses generados y con ello obtendremos el tipo de cambio a futuro.

T.C	Tasa M.N.	Interés	Interés+ Capital
10.9	12.00%	0.327000	11.227000
Compramos 1 dólar con los 10.90			
1	3.00%	0.007500	1.007500
Ello nos da el precio a futuro de 1 dólar que resulta de dividir			
El capital pesos + los intereses respectivos entre el dólar			
sumado a los intereses del periodo, con lo que tenemos			
11.14342432			

Aunque esta es la manera correcta de calcular los futuros, es preciso aclarar que los movimientos en los mercados son determinados por la oferta y la demanda, y el ejercicio anterior equivale en el mundo de las mercancías al precio de producción, por lo que una demanda grande tenderá a elevar el precio de las primas o futuro, en tanto una oferta grande provocará una disminución de esos precios respecto al precio de equilibrio.

Así el comportamiento de los precios en los mercados de futuro definitivamente alteran el precio del mercado spot, tanto en la operación diaria, como muy en especial en las fechas de vencimiento de los futuros, lo anterior no responde a un movimiento mimético, sino a un intercambio real de productos entre ambos mercados, algunos operadores importantes, al observar una oportunidad entre el comportamiento del mercado Spot y el futuro, llevarán a cabo un arbitraje. Que quiere decir, aprovechar la distorsión que presentan los precios de un mercado, respecto al otro.

El Chicago Mercantil Exchange, maneja tanto los futuros, como las opciones, y operan de la siguiente manera:

En el caso de los futuros, se opera con cuentas de márgen, de igual manera que operan los Mexder, con la diferencia que es un mercado mucho más amplio, y que requiere efectuar los contratos sobre los EU y bajo las leyes de tal país. Las opciones, por su parte operan ligeramente diferente, ya que aquí lo que se compra es un seguro, donde el adquiriente elige si ejerce la opción, o la desecha cuando los movimientos de precios quedan fuera del rango de conveniencia de ejercer la opción. Supongamos que alguna persona física o moral, adquirió el derecho a comprar dólares al mes de marzo a 11.20, como el mercado estaba en marzo por debajo de los 11 pesos, simplemente no ejerce tal derecho, sin embargo, alguien que haya adquirido derecho a adquirir dólares a 10.75 seguramente adquirirá esa opción, igual la ejercerá alguien que haya adquirido el derecho a vender a 11.20.

Lo que suceda en los mercados de futuros, seguramente afectara al mercado spot, tanto como el mercado spot afectará en el comportamiento de los futuros, lo anterior obedece a que los mercados de futuros, realmente tienen una contraparte en los mercados spot y de hecho son mercados con tendencia a cobrar mayor importancia en el escenario de los cambios de divisas. Esto como consecuencia de la globalización que día con día cobra mayor importancia a nivel mundial. Los intermediarios financieros en México ya participan en esos mercados desde hace varios años sin embargo, aun cuando son mercados que tienen muchos años y ayudan a dar certidumbre a las negociaciones de comercio internacional las empresas en México, aun no los utilizan en forma generalizada.

Hoy es difícil encontrar empresas que produzcan cualquier mercancía sin componentes provenientes del exterior o cuyos productos son exportados. También es verdad que muchas empresas únicamente utilizan la moneda local, ya que sus importaciones las llevan a cabo a través de otras empresas intermediarias.

Como explicamos mas arriba, el manejo de los futuros suele dar certeza a las empresas en el cálculo de sus costos reales. Situación que les permite ser mas competitivas que en el pasado. Por supuesto muchas empresas en el país desconocen la utilidad de los mercados de futuros, simplemente porque consideran que es un costo y la práctica suele demostrarles que una empresa solo será eficiente, cuando logra reducir sus costos.

Inclusive los mismos Bancos, con sus flamantes direcciones de finanzas, han llegado a omitir la importancia del uso de los mercados de futuros, para lo cual utilizaremos un ejemplo.

Corría el año de 1985, época aun del control de cambios, cuando yo llegue a laborar al departamento de cambios del Banco Nacional de Comercio Exterior, (Bancomext,) la misma existencia del control de cambios, de algún modo complicaba la comprensión de la posición neta de divisas, ya que se habían tomado algunas decisiones que obscurecían su comprensión.

Ese banco en particular, había tomado la decisión no solo de dividir la posición en mercado libre, controlado y méxdolar, como le era exigido por el establecimiento del control de cambios; en adición había generado lo que denominaron la posición inicial.

Lo anterior estaba basado en la lógica de diferenciar la posición que tenía el Banco al cierre del 31 de agosto de 1982 ya que el 1 de septiembre se había decretado el control de cambios. Se le consideraría la posición inicial, con los vencimientos se iría reclasificando hasta dejarla en ceros y las posiciones que reflejaran libre, controlado ya que los mexdolares tenderían igual a desaparecer. De hecho coexistían básicamente tres controles de cambios, uno se denominaba méxdolar y se refería a las operaciones tanto activas como pasivas de la banca al 13 de agosto de 1982, cuando el gobierno tuvo que tomar la decisión de convertir los activos y pasivos de la banca contratados en moneda extranjera en pesos pagaderos a tipo de cambio de 70 pesos por dólar denominándolos méxdolares, ya que no había dólares en las cuentas de los bancos en el exterior, porque se habían utilizado para pago de deudas, forzando una renegociación de la deuda externa del país. También estaba el tipo de cambio especial, que se refería a los pasivos del exterior contratados con anterioridad al 31 de agosto de 1982 y el tipo de cambio para los mismos era de 50 pesos por dólar y por último el controlado que se refería a toda operación nueva de importación, exportación, financiamientos provenientes del exterior, gastos asociados a la importación o exportación, seguros etc. y cuya cotización no era fija sino determinada por el Banco de México en forma diaria.

En adición, existía el mercado libre y en ese mismo año inicio el denominado súper libre, que en realidad no era otra cosa que un mercado libre y un mercado controlado y subsidiado para operaciones menores de ventanilla.

En realidad una de las funciones mas importantes de un Banco de Desarrollo como lo es Bancomext, era buscar recursos en el exterior y canalizarlos a las empresas del país, eso era

muy significativo en un momento en que la economía, realmente presentaba problemas para contar con divisas para su funcionamiento.

Uno de los Bancos que más financió a Bancomext en esa época fue el Bank of Tokio, por lo cual el pasivo del Banco en Yen Japonés fue creciendo enormemente, en tanto el Yen a su vez caía frente al dólar hasta llegar a niveles de 240 Yenes por dólar.

Aun cuando era de reciente ingreso a ese Banco, me preocupó el nivel elevadísimo de posición corta en Yenes que mantenía la institución y externé la misma al gerente de finanzas, quien me dijo que no era de preocuparse, ya que toda esa posición era correspondiente al mercado controlado y que el Banco de México nos cubriría al tipo de cambio controlado de los vencimientos de los créditos.

Todos éramos novatos en lo que se refería al mercado controlado, sin embargo no me convenció tal respuesta, por lo que insistí, que en efecto era mercado controlado, pero que el dólar y el yen entre si no mantenían tipos de cambio fijo y ya que nosotros habíamos financiado en pesos, definitivamente llevábamos un riesgo, en lo que sucediera entre el yen y el dólar.

El gerente de finanzas elevó la consulta a la dirección de finanzas y me respondieron, que en efecto tenía razón, pero que no podíamos cubrir anticipadamente, a lo que le contesté que de hecho, había dos maneras de lograr esa cobertura, la primera era en mercado de futuros, la segunda mediante un swap.

La decisión de cubrir inicialmente con futuros y posteriormente a través de un swap, para lo cual el banco tuvo que utilizar las líneas de cambios y crédito del Banco de México, ahorró un importante monto de dólares, varios millones de dólares a la institución.

El ejemplo es claro, para ver como una empresa, o persona física, pueden verse afectados por no tomar en cuenta la importancia de utilizar los mercados de futuros, con el solo propósito de lograr un manejo sano de las finanzas, cuando se tiene contacto con operaciones en divisas

diferentes a la del país donde se encuentre haciendo operaciones la persona física o moral en cuestión.

Cabe mencionar, que una empresa puede tomar la decisión de especular, cuando observa un comportamiento a favor de su tesorería, por ejemplo una empresa exportadora que recibirá divisas, cuando ve que la divisa nacional, se encuentra en proceso de depreciación, bien podrá tomar la opción de mantener su posición larga (es decir con activos en divisas, superiores a los compromisos de pagos en las mismas, o dicho de otro modo con activos nominados en moneda extranjera superiores a los pasivos).

Sin embargo, aun en este caso podrá asumir reveses importantes, para lo cual deberá calcular un stop loss\*, que no comprometa las finanzas de la empresa, ya que una pérdida de 2% es posible que se de incluso en un solo día de operación y una pérdida del 20% en unos cuantos días.

Vamos a considerar el ejemplo de una empresa como PEMEX.

Supongamos que esta Paraestatal considera que de acuerdo a los precios actuales del petróleo, se puede esperar una caída de los precios, PEMEX no puede incrementar de un día a otro la extracción de crudos, para aprovechar los altos precios que considera prevalecen en el mercado.

La Secretaria de Hacienda encabeza un comité de especialistas, que determinan si es conveniente aprovechar el precio actual de los hidrocarburos y en su caso, lo que hará PEMEX, es contratar una opción en commodities (un derecho a vender el barril de petróleo a un precio determinado).

---

\* El stop loss es una orden de cierre de la posición abierta, que siguiendo las recomendaciones del análisis previo y la estrategia, se fija en un 3 a 4 % del capital en cada operación, obliga a vender si las cotizaciones bajan y se pierde un nivel prefijado. Stop loss se puede traducir como alto a las pérdidas, y se coloca en los niveles de soporte o en las directrices alcistas en los niveles psicológicos (por ejemplo precios acabados en ceros). Según el análisis chartista, la pérdida de uno de estos niveles es el inicio de una caída prolongada de las cotizaciones, y con el stop loss vendemos antes que los precios se hundan definitivamente y se evitan pérdidas mayores.

Para ello PEMEX o Secretaria de Hacienda pagarán una prima para adquirir tal derecho, el cual podrá ejercer, o no de acuerdo al precio verdadero del hidrocarburo contratado.

Obviamente, la mezcla mexicana no cotiza en los mercados, ya que los petróleos que cotizan son los ligeros, como el Brent o el Arabian Light.

A pesar de esta posibilidad, año tras año, las autoridades de Hacienda, en la elaboración del presupuesto, propondrán a los legisladores un precio del barril de petróleo muy por debajo del nivel en el que se encuentra en el momento en que se va a analizar el mismo.

Esto en el argot financiero se denomina acolchonarse. ¿Por que se escoge precisamente el precio del petróleo, para una maniobra de esa naturaleza?

En primer lugar por lo cuantioso de los recursos que representa el ingreso por ventas de petróleo para el país, en segundo lugar por que los expertos de esa de esa Secretaria, están muy preparados, en aspectos financieros, en tanto su contraparte, los legisladores no lo están y aun en el caso de que existan legisladores bien asesorados, las votaciones raramente anteponen las verdaderas necesidades del país respecto a los pactos de grupo.

### **3.2.- Swaps**

Quizá el instrumento por excelencia para la nivelación de activos y pasivos, tanto de corto, mediano, como largo plazo sea el swap, y en realidad es uno de los conceptos más sencillos de operar y de explicar.

Un swap, es un intercambio de activos y pasivos entre dos operadores (bancos o intermediarios financieros) por dos ocasiones, en dos fechas diferentes. El propósito de el que requiere que le coticen el swap, será la nivelación entre los vencimientos de sus activos y pasivos, el que cotiza, regularmente será alguien con mejor liquidez y cuyo propósito es incrementar su ingreso.

El swap, consiste para la entidad A en la compra de un activo en una divisa para la fecha 1 o de contratación y la venta del mismo activo, para una fecha valor 2 asumiendo en la fecha valor 1 un pasivo del cual se desprenderá en la fecha valor 2

Las fechas valor 1, pueden ser hoy, tom o spot, las fechas valor 2, pueden ser cualquier fecha posterior a la 1 y se pacta antes de establecer el precio, ya que el plazo, junto con la diferencia de las tasas de interés de cada bien o divisa, será la base del cálculo del precio del swap.

# Segunda Parte

## Capítulo IV

### *Los movimientos mundiales del capital y su repercusión en las economías nacionales*

Son fortunas inmensas las que van a parar a los arcas de los grandes fondos, bancos, casas de bolsa, casas de cambio y en general los denominados intermediarios financieros, en nuestro país y en el resto del mundo. Se dice comúnmente que lo que unos ganan otros lo pierden, eso es verdad, sin embargo es importante desglosar la manera en que esto se lleva a cabo.

No tendría caso que existieran los mercados financieros si al final de cuentas, solo consistieran en un cambio de dinero de un bolsillo a otro, de hecho podemos observar que la mayoría de participantes financieros obtienen ganancias.

Estas ganancias, por supuesto no pueden ser producto del paso de la propiedad de activos y pasivos entre los participantes. Estas representan la parte del valor social, que queda en manos del sector financiero mundial, y como lo hemos mostrado a través del presente trabajo, el valor que se apropia el capital financiero mediante la especulación se ha acelerado o incrementado.

Con el solo hecho de presionar continuamente a los países que requieren capital, a elevar las tasas de interés, para poder cobrar una porción mayor del producto social, ya justifica para las grandes corporaciones financieras mundiales, la existencia del arbitraje entre instrumentos, divisas y stocks (acciones). Como premio adicional, provocar una crisis financiera, permitirá ganancias adicionales exorbitantes.

Es por demás, decir que las instituciones financieras, los bancos, casas de bolsa o casas de cambio, no van a ganar en cada ocasión y cada movimiento, de hecho es demostrable el hecho de que en ocasiones en lo individual serán muchas las que perderán enormes fortunas, sin embargo, también hay que afirmar que como sector, la apropiación de una parte mayor del plus producto social, irá a parar a las manos de las grandes corporaciones. De hecho uno de los

capítulos mas alarmantes, que dejo un enorme costo social al país, cuyo costo los mexicanos seguiremos acarreado por varios años, fue la crisis financiera de finales de 1994 y principios de 1995, que llevo a la quiebra técnica a los bancos del país (si bien no se puede decir lo mismo de los que fueron sus dueños). En ese proceso, no sólo perdieron aquellos que habían adquirido casas, naves industriales o comerciales, maquinaria y equipo etc., con créditos bancarios, perdieron también los pequeños accionistas de bancos, de fondos de inversión, el gobierno federal, y por tanto, una parte importante de la perdida fue “socializada”.

Sin embargo, así como arriba postulamos, que los movimientos del dinero, son cambio de dinero de unos bolsillos a otros, es obligado preguntarnos: ¿Quiénes fueron los principales beneficiarios de la crisis bancaria en México, que llevo a dejar en “quiebra técnica masiva a los bancos y que obligó al gobierno a efectuar el rescate (por demás tramposo) de esa banca” y a un saldo enorme a cargo del gobierno federal? ¿Quien o quienes fueron los responsables de ese verdadero saqueo a todos los mexicanos?

- Los principales beneficiarios fueron los banqueros que autorizaron créditos sin garantías como lo demostró la auditoria que Michael Mackey (1998-1999) llevo a cabo por instrucción de la cámara de diputados.
- El primer responsable de tal crisis, fue el propio gobierno federal, por conducto de Banco de México, quien en su intento por contener la inflación provoco un alza inusitada de tasas de interés.
- Por último, podemos citar a dos autoridades, CNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores) y CONDUSEF (Comisión Nacional para la defensa de los usuarios de Servicios Financieros). La primera autoridad, CNBV al no contar con la capacidad de verificar en tiempo los índices de capitalización de la banca, la segunda autoridad, CONDUSEF, por no verificar las condiciones de los contratos.

Para saber si eran detectables las crisis, tenemos que ver como es que se dispara una crisis sobre una moneda, ya explicamos que los intermediarios financieros son los principales beneficiarios de las mismas, a pesar de que en la crisis de 95 aparentemente los bancos mexicanos fueron perdedores, veamos que explicaciones encontramos en la ciencia económica que nos permitan dar una visión de cómo es que se desarrollan estas crisis.

En principio debemos entender que una crisis se dispara por elementos objetivos, pero también por cuestiones subjetivas en la práctica.

Los economistas han desarrollado diversos modelos para tratar de explicar las crisis que se presentan en las divisas, y estos modelos se pueden dividir en dos grandes grupos los cuales se denominan simplemente, modelos de primera generación (First Generation Models, FGM) y modelos de segunda generación (Second Generation Models, SGM).

Para los modelos de primera generación

La causa de los ataques es la existencia de inconsistencias entre las políticas económicas establecidas por las autoridades monetarias y el comité de cambios; esas inconsistencias son consideradas como un desequilibrio de los fundamentales (normalmente un excesivo déficit público, cubierto con el crecimiento del crédito doméstico). Esto podría en medio plazo provocar un colapso natural del sistema. Los agentes privados para minimizar sus pérdidas de capital, atacarán el tipo de cambio, (lo que disparará un colapso especulativo antes de que se presente el colapso natural) El deterioro de los fundamentales (indicadores) macroeconómicos es a la vez una condición necesaria y suficiente para que se de inicio un ataque. <sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> "The cause of attacks is the existence of inconsistencies between the economic policies put in place by the monetary authorities and the exchange-rate commitments made; these inconsistencies are seen as taking the shape of a fundamental imbalance (normally an excessive public deficit covered by domestic credit growth). This would in the medium term bring about a natural collapse of the system" "private agents" "to minimizing their capital losses, attack the exchange rate agreed, bringing the date of the collapse forward (that is, triggering a speculative collapse earlier than the inevitable natural collapse). Deterioration in macroeconomic fundamentals is thus both a necessary and a sufficient condition for an attack." García Arias Jorge, Information Cascade & Currency Prices A Theoretical Analysis, Revista Investigación Económica, No. 255, Facultad de Economía UNAM. 2006, p. 10.

Para ejemplificar una inconsistencia podemos tomar como ejemplo las crisis sexenales de periodo 1970-1982

Desde una perspectiva global, la política de apertura al exterior anuló, en gran medida, la creciente disponibilidad en divisas provenientes de las cuantiosas exportaciones de hidrocarburos. En efecto, en este periodo, no obstante la gran disponibilidad de divisas, el déficit comercial persistió, aunque ciertamente mas moderado: 1.6% del PIB en promedio durante 1976-1981.

A la vocación de la política gubernamental por favorecer la apertura de la economía se asoció el rezago cambiario. Incidentalmente es oportuno subrayar que el rezago cambiario fue un fenómeno con simetría sexenal: en ambas administraciones sexenales se fue acumulando una creciente sobre valuación del peso, reconocida y corregida por las autoridades monetarias el último año de la gestión administrativa presidencial<sup>2</sup>

Quizá por facilidad de detección, una de las variables mas utilizadas en la toma de decisiones es el análisis del promedio móvil, según el cual, una ruptura del promedio móvil a la baja, lanza una señal de venta al mercado, en tanto una ruptura del mismo promedio, al alza, lanzara una señal de compra.

En realidad la enorme movilidad del dinero de un mercado a otro, no siempre se da por el análisis de los fundamentales de una economía, se considera dentro del mercado de divisas, como análisis fundamental, aquel que se refiere a la revisión de los indicadores macroeconómicos, como las balanzas, comercial y de pagos, el crecimiento del PIB, desempleo, tasas de interés, masa monetaria, reservas de divisas, masa monetaria, mercado de valores.

En realidad, existen también los factores políticos y externos como factores de desestabilización, pero no corresponden al análisis de los fundamentales de la economía.

---

<sup>2</sup> Aguilera G Manuel, La Crisis Mexicana, Un Ensayo de Interpretación Económica y Financiera, Revista Investigación Económica No. 169, Facultad de Economía UNAM, 1984, pp. 232-233.

Los grandes fondos, reparten su riesgo en varias economías, a manera de participaciones, algún porcentaje se maneja en la economía norteamericana, otro porcentaje en la europea, una parte menor se reparte en las economías asiáticas, latinoamericanas, y la ex Unión Soviética.

Por supuesto los desplazamientos de dinero se pueden dar dentro de la misma economía, por ejemplo, entre valores de renta fija y renta variable, o entre diferentes sub-sectores (es decir un fondo puede decidir salir de una economía latinoamericana, pero ingresar a otra) y por último pueden decidir algunos fondos salir de todo un sector (ejemplo desplazar dinero de las economías latinoamericanas a las asiáticas).

Es así como hemos escuchado hablar, de los efectos, zamba, posterior a la crisis brasileña, o tequila después de una crisis financiera en nuestro país, o el efecto tango, después de la crisis argentina. No se puede prever si una crisis que se presenta en un país latinoamericano afectará a otro o a un grupo de países en Latinoamérica, sin embargo, los fondos estarán muy atentos, y en el momento en que un fondo decida salirse de una economía, muy probablemente otros lo seguirán provocando con ello problemas financieros en aquel grupo de países del que fueron retirados los fondos.

Los grandes fondos harán movimientos especulativos como reacción a una decisión de política monetaria, de varias maneras. Por ejemplo ante un descenso en las tasas de interés, podrán optar por comprar acciones (es decir entraran a renta variable), sin embargo también podrán optar por retirar su dinero de la economía en cuestión, lo que presionará al alza nuevamente las tasas de interés. Parecido a un juego, en el cual, los países buscaran obtener recursos del exterior, al mejor precio posible, en tanto, los dueños del capital, estarán buscando colocar sus recursos en la economía que les brinde mas atractivos rendimientos.

Uno de los riesgos de este juego, son los movimientos extremos de dinero, cuando una economía es golpeada por un movimiento unilateral de egreso de capitales. Una salida rápida de divisas, disminuirá los niveles de reservas de un país, el cual reaccionara, elevando las tasas

de interés, repercutiendo en los niveles de precios de las mercancías, la inflación disminuirá el valor real (o mejor dicho precio real de la moneda) lo que provocará nueva salida de capitales, ahora incluyendo a los capitales nacionales.

Algo que no es fácil predecir, es cuando el mercado decidirá un movimiento especulativo, es algo parecido a un fenómeno natural, como la avalancha. En un mercado normal, es común, factible y usual, que el mercado siga patrones predecibles y correlacionados. Como ejemplo, podemos citar la decisión de política monetaria de la Fed (Federal Reserve, o Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica), cuando viene la reunión de la Fed, los analistas lanzan sus pronósticos y lo que la mayoría de analistas pronostica, es lo que el mercado esperará que haga la Fed, todos los mercados estarán atentos y tratarán de pronosticar y aprovechar el momento para ganar, arriesgar, apostar a un evento. Si nos tomáramos la molestia de graficar lo que sucede en los mercados en esos momentos, seguramente podríamos concluir que en efecto, en el momento en que esta la reunión de la Fed, los operadores están activos, se dice, “el mercado esta nervioso”.

En el dialecto de analistas y operadores financieros, es usual esa palabra, “el mercado esta nervioso”, es decir se refieren al mercado como un ente, como algo que piensa y tiene vida propia.

Verdaderamente el operador del mercado estará atento a noticias, gráficos reportes, análisis y se trazará una estrategia, la adrenalina comienza con las primeras operaciones, dependiendo del tamaño de la institución operadora las posiciones que esta pueda arriesgar y por tanto, la posibilidad que tienen sus cambistas de dictarle curso a un mercado, es mayor o menor.

Básicamente existen unos cuantos “market maker”, (hacedores de mercado seria la traducción literal y se le denomina así, a los cambistas o bancos que influyen el mercado por su volumen de operación) que no necesariamente cuentan al inicio del día con la misma opinión.

Algunas instituciones estarán defendiendo una posición perdedora y tratarán de que la misma no toque un “stop loose”, (ver página 35) otras estarán tratando de iniciar una posición, montándose a una tendencia que comienza a dibujarse en los gráficos, otros estarán tratando de asociar el movimiento de algún gráfico, como otra divisa, una tasa de interés etc.

La experiencia individual, asociada a la experiencia institucional, dará mayor o menor rango a las políticas operativas que cada operador tomará, sin embargo, todos los operadores llegarán a ciertas normas operativas, a saber:

- Una posición ganadora, deberá mantenerse el máximo tiempo posible, sin embargo siempre llegará el momento de realizar utilidades e iniciar nuevas posiciones.
- Una posición perdedora, deberá asociarse a un stop loose, mismo que deberá calcularse en función de las utilidades diarias de la institución de que se trate, y de la propensión al riesgo histórico de la misma.
- Todo trader, (Cambista en jefe) debe intercambiar opiniones en el mercado, lo que le ayudará a enterarse de factores que puedan estar incidiendo y que aún no ha detectado.
- El mercado es caprichoso y seguirá la opinión de algún trader o grupo de ellos, de acuerdo a la precisión de los pronósticos del mismo, mostrada en la práctica diaria.
- El único que no pierde, es el que nunca participa.

Existen en el mercado analistas que venden su información, sin embargo algunas instituciones también lanzan sus pronósticos en forma diaria, semanal y mensual, la existencia de dichos análisis le van dando al mercado una opinión uniforme.

#### **4.1 La crisis de 1982, de cómo el dólar suplió al peso en la circulación**

El sistema entra en crisis abierta en 1982.

A pesar de la reducción proporcional de los pasivos en dólares en los balances de los bancos comerciales y central, producto de la fuga especulativa sobre el dólar y de la eliminación e

inconvertibilidad de los Méx.-dólares el índice de dolarización del conjunto de las instituciones financieras agudiza su ritmo de crecimiento como resultado de la intensificación del endeudamiento externo. [...] La fascinación ejercida por el dólar en los circuitos financieros nacionales fue tal, que en el año de 1982 prácticamente la mitad del total de las operaciones bancarias realizadas en México se efectuaron utilizando una moneda con fuente de soberanía ajena. Los efectos fueron aun mayores si tomamos en consideración la impresionante fuga de capitales hacia el exterior. [...] En resumen, la constitución de un sistema dual con convertibilidad interna de monedas terminó por minar peligrosamente el espacio de circulación de la moneda nacional de curso forzoso, restringiendo notablemente la soberanía monetaria del Estado. Los efectos sobre el equilibrio financiero de las empresas, públicas o privadas, no fueron menos desastrosos; el desplome del tipo de cambio dislocó su relación pasivo-capital y colocó a no pocos grupos industriales importantes al borde de la quiebra. El Estado se vio obligado a realizar una inmensa operación de rescate tendiente a reestructurar los pasivos en dólares y absorber una parte considerable del riesgo cambiario de las empresas, Para ello creó una serie de fideicomisos entre los cuales destaca Ficorca (Fideicomiso para la cobertura del riesgo cambiario); este organismo ha realizado operaciones que involucran una cifra superior a los 11 mil millones de dólares.<sup>3</sup>

Desde el mes de Octubre de 1981, cuando el precio del petróleo mostró una tendencia decreciente, los analistas del sector privado, como el centro de estudios económicos del sector privado CEESP, comenzaron a cuestionar la estabilidad cambiaria del peso y la sobre valuación del mismo. Los ingresos de la Paraestatal PEMEX eran canalizados en forma directa al mercado por importes que oscilaban desde los 40 hasta los 100 millones de dólares al día, sin embargo, el impacto en el tipo de cambio, solo se daba entre las 9 y 11 a.m. quizá porque los operadores sabían que PEMEX saldría a arrojar su liquidez al mercado, un deslizamiento continuo de la

---

<sup>3</sup> Dávila Flores Alejandro, El Circuito del Dólar en México, Revista Investigación Económica, No. 172, Facultad de Economía, UNAM, 1985, p. 163,.

moneda no era suficiente para hacer sentir al mercado tranquilidad, iniciaba la fuga frenética de capitales, tanto hacia el exterior, como la apertura de cuentas en dólares en el país.

El propósito de esas cuentas, las cuales pagaban un interés superior que en el exterior, era evitar o postergar la salida de divisas. Hacia el mes de febrero de 1982, el gobierno de López Portillo no quería devaluar la moneda, sin embargo las únicas medidas con las que esperaban controlar la especulación, era elevar la oferta de dólares americanos, hacia un mercado ávido de los mismos. El gobierno ya veía desde el año de 1981 la necesidad de ajustar el tipo de cambio y evitar la fuga de capitales, sin embargo no tuvo la capacidad ni las condiciones que le permitieran corregir con tiempo.

Así, durante el primer trimestre del año, la tasa anualizada de depreciación del peso en términos del dólar estadounidense fue, en promedio, de 8.4 por ciento; en el segundo, de 10.7 por ciento; en el tercero, de 12.4 por ciento; y en el cuarto, de 16.2 por ciento. De esta manera se amplió sustancialmente la velocidad del desliz, con sus consecuentes efectos sobre la competitividad de la producción nacional frente al exterior. Como ya se mencionó antes, esta política se llevó a cabo protegiendo, en todo momento, la competitividad de los rendimientos ofrecidos por los depósitos bancarios a plazo, denominados en moneda nacional.<sup>4</sup>

En el mismo informe, Banco de México da un análisis en donde deja ver su dependencia absoluta respecto gobierno federal.

En resumen, durante 1981 nuevamente crecieron rápidamente el empleo, el producto y la inversión. Fue así el cuarto año consecutivo de un período de crecimiento económico de magnitud sin precedente en la historia del país. Auge alcanzado

---

<sup>4</sup> Banco de México, Informe Anual 1981, México 1982, p. 29.

gracias a las políticas favorables al crecimiento económico adoptadas por el señor Presidente, licenciado José López Portillo.<sup>5</sup>

Para el segundo semestre de 1981, ya se había elevado el coeficiente de dolarización global a 25.6%, definido como el cociente de la colocación en el público, de instrumentos denominados en moneda extranjera al total de colocación de deuda, durante el período respectivo, en por ciento.

Las medidas que tomaba el Banco de México, en un contexto de irrestricta libertad cambiaria, pero con un tipo de cambio “flotante”, el cual no era regulado por la oferta y demanda, o bien, la única oferta era la que se hacía con las exportaciones de Pemex, fueron de hecho absolutamente insuficientes. Banco de México había decidido restringir la liquidez de los Bancos, desde el 5 de noviembre de 1981, en 15,000 millones de pesos en promedio diario durante los meses de noviembre a enero y se pensaba devolver en cuatro pagos iguales al finalizar el último mes. Sin embargo en enero se decidió incrementar a partir de diciembre, el depósito a 17,000 millones promedio diario y se pensaba pagar a partir de febrero y terminar en junio.

No obstante lo anterior, el exceso de liquidez continuaba elevado, lo que provocó una caída de la tasa de interés interbancaria en dos puntos porcentuales, en enero sin embargo el coeficiente de dolarización seguía subiendo y las presiones sobre el tipo de cambio también, por lo que<sup>6</sup> el Banco de México obligó a la banca a efectuar nuevos depósitos en febrero y marzo, de ese año, terminando ese trimestre en 67,200 millones de pesos el monto de los mismos. En el mes de

---

<sup>5</sup> Op.cit. p. 29

<sup>6</sup> el 17 de febrero de 1982, el Banco de México anunció su retiro del mercado de **cambios** y precipitó una abrupta devaluación del peso superior al 50 por ciento. Esto era tan sólo el primer síntoma de la crisis económica que se desataba

febrero, el dólar había terminado en 46.50 y tuvo una ligera recuperación a 45.30 en marzo, abriéndose un periodo de estabilidad relativa para el peso que se prolongó hasta el mes de julio cuando se cotizaba a 48.86.

A pesar de la restricción aplicada a la banca, mediante los depósitos obligados y lo elevado de las tasas de interés 20 puntos arriba de las del exterior, los depósitos en moneda extranjera seguían creciendo, en tanto la colocación del instrumento líder en pesos CETES bajaba en 30 mil millones de pesos. La tasa nominal de interés subía, sin embargo, la inflación subía a mayor velocidad, lo que convertía en negativa la tasa real, ello era un motivo mas que suficiente, para que la economía continuara dolarizándose. Los depósitos en dólares dejaban un interés real positivo, aun cuando por el momento parecía que el tipo de cambio se mantenía relativamente estable. Para el mercado, era evidente que la aplicación de las políticas, como la restricción monetaria, no se llevaba a cabo con la suficiente fluidez y los dólares de Pemex eran insuficientes para evitar una caída abrupta de los niveles de reservas.

Un gobierno que se había empeñado en mantener una política expansiva, en un contexto recesivo mundial, había desequilibrado los factores externos, ya no se veían tan sólidos los recursos que generaba Pemex, en un contexto además exacerbado por la caída de los precios internacionales del petróleo.

Podemos decir que la crisis a la que se llega no es “exógena” ni externa a la economía nacional -aunque se haya precipitado por acontecimientos internacionales recientes desfavorables- sino que ella es consecuencia de una opción de estrategia económica [...] a) Utilizar el petróleo, y todos los recursos externos posibles que México pueda obtener [...] para hacer crecer el ingreso y sobre todo la inversión, a ritmos muy elevados. Ello en un contexto de una situación internacional de semi-

estancamiento económico, pero de fuerte demanda y buenos precios para los hidrocarburos.<sup>7</sup>

Para 5 de agosto de 1982, Banco de México, se veía obligado nuevamente a retirarse del mercado y se establecían de facto dos mercados, uno preferencial a 49.13 por dólar y uno que iniciaba en 49.34, pero que para el día 12 ya había provocado un verdadero problema de falta de liquidez, los cambistas de los bancos, eran invitados a reuniones donde se les pedía apoyar la cotización del peso, pero no había disponibilidad de divisas para que esos deseos se llevaran a cabo. El tipo de cambio alcanzaba al cierre del 12 de agosto una cotización de 69.50 pesos por dólar, fue en ese momento que mediante el telex circular 41/82 el Banco de México determino que:

Con base en la Ley Monetaria vigente, se reglamentó la convertibilidad a pesos de los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera, a su vencimiento, al tipo de cambio libre del cierre de ese día (69.50 por dólar). La venta de divisas se cerró a partir del día 13, y quedó autorizada únicamente la compra de estos depósitos a 69.50 pesos por dólar.<sup>8</sup>

Justo cumpliendo 6 meses de que se había retirado el Banco de México, por vez primera en muchos años del mercado cambiario,

El 18 de agosto con vigencia a partir del 19 de agosto, se define la figura del "médolar", como obligación en moneda extranjera contraída dentro o fuera de la República Mexicana, para ser cumplida en ésta. El médolar quedó así conceptualmente diferenciando de las divisas y de otras operaciones en moneda extranjera. Ese día, el Banco de México, situó la conversión de los méxdolares en 69.50 pesos por dólar. En esa misma fecha,

---

<sup>7</sup> López G Julio, La Economía Mexicana Hoy, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 164, 1983. P 188

<sup>8</sup> Banco de México, Informe Anual 1982, México, 1983, p. 94.

se confirmó a los bancos la autorización para que se recibieran depósitos a plazo, denominados en méxdolares. (...) El 20 de agosto se autorizaron, a partir del 23 de agosto, los depósitos en méxdolares retirables en días preestablecidos para personas físicas, con tasa de interés libre y retirables 2 días a la semana, 1 día a la semana, 2 días al mes y 1 día al mes. Se eliminó el requisito de importe mínimo. (...) El 1o. de septiembre, el Presidente de la República decretó la nacionalización de la banca y el control generalizado de cambios, con tipo "preferencial" de 50 pesos y "ordinario" de 70 pesos por dólar, vigentes a partir del día 6, pues los bancos cerraron del 2 al 5 inclusive. Los méxdolares pendientes de vencer no podrían ser renovados y se pagarían a 70 pesos por dólar. A partir de ese momento quedó prohibida la constitución de depósitos, o el otorgamiento de crédito en moneda extranjera.<sup>9</sup>

Con la nacionalización de la Banca vino la destitución del Director General de Banco de México así como la renuncia del Directo General de Bancomext. Era evidente el desacuerdo que existía respecto a la medida, sin embargo parece que en ese momento no había una manera diferente de enfrentar la crisis.

La crisis la había provocado el gobierno, en su empeño de crecer en un contexto mundial recesivo, ese gobierno intentó mantener un peso fuerte y un tipo de cambio apoyado en los ingresos de dólares, provenientes de las exportaciones de petróleo, en un mercado de acceso "libre" es decir, con un tipo de cambio subsidiado, se permitía acceso indiscriminado a esos subsidios. El saqueo, que denunció "llorando" el entonces presidente de la República Mexicana, fue un saqueo provocado y hasta alentado por él mismo y sus funcionarios. La creación del méxdólar fue un acto forzado, ya que no existían los activos en dólares en el exterior para liquidar los pasivos. Una vez tomada la decisión de convertir las cuentas activas y pasivas de la banca en méxdolares, con base al artículo 8 de la Ley Monetaria, el día 5 de Agosto de 1982, el nombre aplicado fue lo de menos, sencillamente se había bautizado un hecho consumado.

---

<sup>9</sup> Ibid. p. 94.

Los ahorradores que no habían logrado convertir sus recursos en dólares sobre el exterior, a pesar de que habían visto revaluar en términos de pesos sus activos desde 26.5 pesos a 69.50 en tan solo 180 días, estaban más encolerizados, que los pasmados mexicanos sin ahorros o con ahorros en moneda nacional. El discurso de López Portillo, colmado de “pasión nacionalista” en verdad parece a la vuelta del tiempo una excusa de un pésimo gobierno, que provocó una de las crisis mas agudas que en materia financiera se presentó en el país.

Tan solo para el año de 1982, el tipo de cambio terminó en 96.80 y para 1988 en 2,281.00. Simplemente, no era posible contener el proceso inflacionario, se había gestado un círculo vicioso, en donde la devaluación provocaba inflación y ésta a su vez generaba nuevas devaluaciones. Hubo momentos en los cuales la inflación anualizada, marcaba una tendencia de hasta 300% aunque en ningún año acumuló ese porcentaje.

Con una imagen menos aborrecida por la población mexicana, el siguiente sexenio marco uno de los capítulos más desastrosos en lo que se refiere a las finanzas nacionales, una devaluación del 2,263.00 % contra la no menos lamentable devaluación López Portillista de 264.00 %

José López Portillo, toma la administración del país con una deuda externa de 19,600 Mdd (millones de dólares) y reservas internacionales por 1,411 Mdd (millones de dólares) es decir el 7.2% de reservas respecto a deuda y termina su administración con 58,874 mdd de deuda y 1,832 mdd en reservas es decir el 3.11% de reservas respecto a deuda. Miguel de la Madrid por su parte, deja la administración con 81,003 mdd de deuda exterior y reservas de 6,379 mdd lo que represento el 7.87% de reservas respecto a deuda interna, por su parte Carlos Salinas deja una deuda de 85,435 mdd y reservas por 6,148 mdd que representa una relación de reservas deuda de 7.19%

El verdadero origen de una crisis de tal dimensión, fue el compromiso que el gobierno de López Portillo asumía para comprometerse con un tipo de cambio que le diera certeza a la economía, que en realidad, le daba oportunidad al capital de ganar tasas en pesos muy positivas, a costa de una sobrevaluación creciente de la moneda nacional, que terminó minando la propia capacidad del gobierno de sostener su compromiso. En cuanto al ingreso de divisas, proveniente del alto precio alcanzado por el petróleo, comenzó a disminuir con el deterioro del precio internacional del hidrocarburo.

Desde una perspectiva global, la política de apertura al exterior anuló, en gran medida, la creciente disponibilidad en divisas provenientes de las cuantiosas exportaciones de hidrocarburos. En efecto, en este periodo, no obstante la gran disponibilidad de divisas, el déficit comercial persistió, aunque ciertamente mas moderado: 1.6% del PIB en promedio durante 1976-1981.

A la vocación de la política gubernamental por favorecer la apertura de la economía se asoció el rezago cambiario. Incidentalmente es oportuno subrayar que el rezago cambiario fue un fenómeno con simetría sexenal: en ambas administraciones sexenales se fue acumulando una creciente sobrevaluación del peso, reconocida y corregida por las autoridades monetarias el último año de la gestión administrativa presidencial<sup>10</sup>

Es verdad que el Gobierno de Miguel de la Madrid, aplicó una política de choque heterodoxa, sin embargo revertir la tendencia especulativa contra la moneda nacional, era difícil, ya que primeramente, no había una capacidad de generación de divisas que no estuviera asociada a la exportación de petróleo, y los precios internacionales del petróleo no se recuperaban.

La economía y los participantes en la misma, aprendían a aceptar la inflación como un fenómeno normal y cotidiano, de hecho en un momento determinado, se indexo el tipo de cambio, al índice nacional precios al consumidor, pensando quizás que era una manera de combatir el fenómeno.

---

<sup>10</sup> Aguilera G Manuel, La Crisis Mexicana, Un Ensayo de Interpretación Económica y Financiera, Revista Investigación Económica, No. 169, Facultad de Economía, UNAM, 1984 P 233

Para el año de 1986, el gobierno utilizó francamente el tipo de cambio como mecanismo para compensar el deterioro del precio del hidrocarburo, ya que aceleró una devaluación del tipo de cambio controlado a un ritmo de 148.5%, en tanto el índice de precios crecía 105.7%. La intención definitivamente era nivelar las cuentas del exterior, es decir, desincentivar la importación de mercancías y obligar a una sustitución forzosa de algunas, aunque el fenómeno lo que lograba principalmente, era revertir el proceso de fuga de capitales, alcanzando el tipo de cambio controlado, al tipo de cambio libre.

La intención del gobierno era suplir o compensar la caída del ingreso petrolero, con una disminución forzada de la importación, en tanto, el nuevo tipo de cambio apoyaba de algún modo la producción interna y se incentivaba la exportación.

Con una política de tal naturaleza, se logró renegociar los plazos de los vencimientos de la deuda, mientras el movimiento de las reservas, para ese año (1986) fue mixto, ya que de enero a septiembre, hubo una disminución de las mismas de 1,879 mdd, tendencia que se revirtió terminando el año, con una acumulación de 6,790 mdd, como consecuencia, de la mejoría observada en la balanza comercial, una menor presión en balanza de pagos, por la renegociación de adeudos y el ingreso por contratación de deuda nueva, que permitía compensar la disminución de ingreso petrolero por la continua baja en los precios internacionales del hidrocarburo.

Cabe mencionar, que en aquellos años dada la delicada situación mundial, se logró renegociar la deuda, con descuentos y a mayores plazos.

Es importante destacar, que el precio promedio del barril de petróleo para ese año 1986, fue de 11.80 dólares para la mezcla mexicana, cuando se presupuestó a 23 dólares por barril.

En los años de 1982 y 1986, la economía mexicana mostró su vulnerabilidad ante los factores externos y muy en especial respecto a los precios de los hidrocarburos, los cuales dependen a

su vez en buena medida, de la estabilidad geopolítica de las zonas altamente productoras de petróleo.

El Banco de México, conoce perfectamente por la experiencia vivida en aquellos años, los efectos que un ajuste cambiario provoca en los índices de precios (inflación). Observemos el siguiente análisis de ese instituto central:

Por sí sólo, un incremento del tipo de cambio nominal puede elevar la competitividad real -reducir los precios nacionales respecto de los externos - únicamente en forma transitoria, pues tarde o temprano y a través de diversos canales, los precios internos se incrementan como resultado de la devaluación. Por ello, para aumentar el tipo de cambio real en forma permanente mediante la sola manipulación de la política cambiaria, se vuelve necesario un deslizamiento cada vez más rápido que deprima continuamente el salario real. Así, por ejemplo, si el tipo de cambio nominal aumenta, la competitividad real se eleva instantáneamente en la misma proporción. Con el tiempo, sin embargo, los precios y los salarios internos tienden a incrementarse también, y el tipo de cambio real retorna a su nivel original. Por lo tanto, para mantener la ganancia inicial en competitividad, sería necesario compensar el aumento en precios con una nueva depreciación cambiaria, lo cual a su vez originaría presiones inflacionarias adicionales a las provocadas por la devaluación original. Con ello, nuevamente se perdería la ventaja que se pretendía lograr.

Resulta evidente que los esfuerzos por elevar la paridad real exclusivamente mediante aumentos en el desliz cambiario se fundan, en última instancia, en la disminución del salario real.

Por otra parte, un proceso inflacionario como el descrito no podría ser controlado mediante el ajuste de las finanzas públicas y la restricción crediticia. Aun si el déficit público se contrajese continuamente, propiciando una expansión insuficiente del crédito interno para financiar las transacciones de la economía a precios cada vez más elevados, los medios de pago necesarios para tal efecto se crearían en forma automática mediante la generación de un superávit en la balanza de los pagos y la consiguiente acumulación de reservas internacionales. Además, la persistencia de una

inflación elevada acaba por retroalimentar el deterioro en las finanzas públicas, porque se hace cada vez más difícil desde el punto de vista político mantener los precios reales de los bienes y servicios del sector público, y porque, a pesar de reformas como las recientes, los coeficientes de recaudación se deterioran. Por estas razones, orientar la política cambiaria exclusivamente al logro de metas de competitividad internacional, ignorando los objetivos más amplios de estabilidad macroeconómica, puede resultar sumamente inconveniente.<sup>11</sup>

Es interesante observar el argumento del propio Banco de México, en relación a la acumulación de reservas,

Para un país en desarrollo como México, es inapropiado generar superávit en cuenta corriente por períodos prolongados, pues para tal efecto es necesario limitar el gasto - incluyendo el destinado a la formación de capital - a un nivel inferior al del producto nacional. Dicho de otra manera, un superávit corriente implica exportación de capital, sea por los particulares, mediante las llamadas fugas, o bien por el Banco Central, que al adquirir activos internacionales de hecho proporciona financiamiento al exterior. Por consiguiente, en un país como el nuestro, que no sólo debe evitar la exportación permanente de capital, sino tratar de obtener un complemento a su ahorro interno con recursos del exterior, la acumulación acelerada de reservas - y su contrapartida, que es un tipo de cambio altamente subvaluado - no puede ser una política permanente.<sup>12</sup>

El Gobierno de Miguel de La Madrid, no pudo controlar el proceso inflacionario, porque no contó sino hasta finalizar 1987 y 1988 con reservas suficientes como para anclar la inflación.

Vale la pena reproducir la visión de Banco de México respecto al desarrollo del proceso inflacionario desde 1982 y como inicio en el año de 1987 un choque frontal al proceso inflacionario utilizando como ancla, el tipo de cambio.

En 1982 el balance primario de las finanzas públicas arrojó un déficit equivalente al 7.6 por ciento del PIB. A partir de 1983, se inició un esfuerzo muy grande y exitoso para mejorar el estado de las finanzas

---

<sup>11</sup> Banco de México, Informe Anual 1987, México, 1988 P 20

<sup>12</sup> *Ibíd.* Pág. 22

públicas. Sin embargo, hubo fuertes tropiezos en ese proceso, principalmente por la vulnerabilidad de la economía respecto a las exportaciones petroleras y los elevados pagos de intereses por la deuda externa. Ante esas circunstancias, y habida cuenta que después de 1982 el crédito neto del exterior al sector público fue muy escaso, resultaba imposible la estabilización de los precios, toda vez que tenía que recurrirse al crédito del banco central en cantidades significativas.

Si no hay una perspectiva de detener el proceso inflacionario dentro de un plazo relativamente corto, es evidente que una política de tipo de cambio fijo resulta insostenible. Por eso no fue sino hasta finales de 1987, época en que se programó lograr un superávit primario de 8.3 por ciento del PIB para 1988 y en que se contaba con una reserva internacional extremadamente elevada. Que se intentó la reducción drástica de la inflación y la estabilización virtual del tipo de cambio.

De manera similar a lo observado en otros países que han aplicado programas de desinflación, la virtual fijación del tipo de cambio durante 1988 se tradujo en una disminución en los diversos índices de tipo de cambio real, sobre todo en el primer semestre.<sup>13</sup>

Después de un sexenio y a pesar del comportamiento de los precios del petróleo, se contaba con una reserva capaz de aguantar un tipo de cambio fijo (de una moneda subvaluada), por un periodo suficientemente prolongado, para contener el movimiento inercial de inflación devaluación que la economía mexicana sufría desde el año de 1982.

No es el propósito del presente, analizar el periodo Salinista, ya que estamos tratando las crisis financieras y Salinas, aunque entregó el país, con una crisis a punto de explotar, fue el Presidente Zedillo quien se encargó de lidiar y solucionar la misma.

Zedillo inicia su gobierno con una bomba en las manos, ya que en su último año de gobierno, Salinas había hecho disminuir las reservas desde 24,538 mdd al cierre del 93 hasta el nivel de 6,148.00 manteniendo un tipo de cambio estable, en medio de una crisis política, marcada por tres eventos de gran importancia, como lo fue el levantamiento zapatista el 1o de enero de

---

<sup>13</sup> Banco de México, Informe Anual 1988, México, 1989, p. 36.

1994, el asesinato del candidato a la presidencia de la república, el priísta Luís Donaldo Colosio Murrieta el 24 de marzo de 1994 y por último el asesinato el 28 de septiembre del mismo año de el también priísta y recién nombrado presidente del congreso José Francisco Ruiz Massieu.

A los pocos días de tomar el poder, las reservas se agotaban y debía iniciar el sexenio con una devaluación.

#### **4.2 La crisis de 1995**

Apenas transcurrían los primeros días del nuevo gobierno, cuando se tomó la decisión de mover la banda de flotación del peso contra el dólar. Daba inicio un nuevo ataque al peso, se le llamó entonces el “error de diciembre”.

Hubo una árida discusión entre el presidente entrante y el saliente, acerca de quien había originado tal “error”

Hay que aclarar, que un error no puede tener la fuerza para poner imprimir una crisis tan virulenta, diciembre solo fue la expresión de una crisis que se venía gestando y que al estallar en las manos de una nueva administración, quizá ésta no supo manejar y se convirtió en una experiencia muy dolorosa para México.

Salinas había continuado los pasos iniciados por el Presidente de la Madrid, en el sentido de vender o liquidar las empresas del sector público y firmó el tratado de libre comercio.

Desafortunadamente, así como se había logrado contener la inflación mediante un anclaje del tipo de cambio, iniciado en el año de 1988 y en su momento se logró tal objetivo, ello solo fue posible porque descansaba sobre un peso subvaluado, en alrededor de 36%.

La inflación acumulada en el sexenio de Salinas fue de 83%, en tanto únicamente hubo un deslizamiento de la moneda de 42%. Esa situación, aunada al ambiente político con el levantamiento armado y los asesinatos políticos en un año electoral, habían eliminado los dos

causales de la estabilidad cambiaria que había mostrado el peso mexicano en el sexenio, a saber:

- La sub valuación de la moneda.
- La caída de las reservas internacionales, que habían pasado en el año desde 24,500 mdd hasta solo 6,500 mdd diciembre.

Tan sólo en el segundo trimestre de ese año la reserva bajó en 8,650.5 millones de dólares, y en el ultimo trimestre 9,991.5 Millones de dólares, en tanto en el primer trimestre había aumentado tan solo 111.15 mdd y en el tercero 141.2 mdd.

No hay una explicación clara del porque Salinas quería mantener la estabilidad del tipo de cambio ante los embates especulativos, por una parte pudiera ser que creía en verdad que podía retornar a la estabilidad cambiaria a pesar de los sucesos políticos del país, posiblemente creyó firmemente que lo que salió bien una vez, (anclar el tipo de cambio, para anclar la inflación) podría repetirse, pero no existían ahora las mismas condiciones que cuando tomo el país.

La rigidez extrema existe cuando el banco central se compromete con una paridad fija. En efecto, antes del colapso del peso de diciembre de 1994, la autoridad monetaria con el objetivo general de estabilizar la economía y controlar la inflación se comprometió a mantener una paridad fija, situación que en el caso particular del Banco de México significaba ganar credibilidad en un ambiente del todo adverso. Pero, para los inversionistas significaba una ocasión favorable para especular sin enfrentar el riesgo cambiario<sup>14</sup>

Todo lo que se diga es simple especulación, quizá él mismo no podría hoy decir que lo movió a conducir la política cambiaria en forma tan irresponsable, como en su momento lo había hecho López Portillo, lo que nadie podrá negar, es el efecto perverso que heredó a Zedillo, quien tuvo que enfrentar la crisis mas violenta de fin de siglo, donde el saldo verdadero será pagado por muchas generaciones de mexicanos.

---

<sup>14</sup> Guillermo Martínez Atilano, Inestabilidad del Tipo de Cambio, Un Modelo de Componentes Permanentes y Transitorios <http://docencia.izt.uam.mx/gma/arti1.html> P 2

No podemos permitir que se siga denominando “el error de diciembre”, al inicio de la debacle del peso, junto con la banca, que dejó una deuda de más de 100 mil millones de dólares al país y a millones de mexicanos sin patrimonio.

No podemos llamar “error de diciembre” a uno de los mayores fraudes que un gobierno, o dos gobiernos ¿y porque no?, tres gobiernos hicieron a la sociedad mexicana.

Porque no hay que olvidar, que si bien es cierto que no podía permitirse la quiebra masiva de la banca, los mexicanos nunca pudimos conocer los nombres de los grandes deudores de Fobaproa (Fondo Bancario de Protección al Ahorro). No podemos olvidar que el error, lo inició Salinas, lo condujo Zedillo y lo solapó Fox.

No se puede decir que no hubo error en la explicación de la crisis, cuando Jaime Serra Puche, siendo Secretario de Industria y Comercio, dijo que había movido la banda de flotación, porque no era correcto que el mercado interbancario permaneciera varias sesiones pegado a la parte superior de la banda. En un momento en que la especulación había mermado de tal manera las reservas, Banco de México movió la banda de flotación en 30 centavos, eso pareció el banderazo para que todo mundo se volcara a adquirir dólares americanos, ya que en unas horas el mercado había empatado nuevamente el lado superior de la banda, lo que significaba, que si la afirmación del Jaime Serra Puche era correcta, entonces era de esperarse un nuevo movimiento de la banda.

Jaime Serra Puche, lo había declarado, ello explotó en el ánimo de los especuladores. El mercado cotejaría esa afirmación cuantas veces fuera necesario, devaluar ahora era el objetivo del especulador para engrosar su cartera, sin embargo, la declaración de suyo no hubiese sido capaz de mover el tipo de cambio de la manera en que lo hizo, si no hubieran existido las condiciones económicas que la explicaran.

Cabe recordar, que en el periodo que va de 1990 a 1994 una de las inversiones preferidas por los extranjeros en México, fueron las sociedades de inversión abiertas, que en el periodo 1990 a

1993 reportaron enormes ganancias. Una de las modalidades de esos fondos fue la adquisición de bonos Brady a la par, cuyo precio depende del bono de largo plazo (30 años) del Tesoro de los Estados Unidos.

Con el alza de tasas de interés de corto plazo en los EU, el precio de los bonos cayó 15%, con lo cual el precio de las acciones de las sociedades de inversión cayeron también abruptamente, generando intranquilidad entre los inversionistas, muchos de los cuales exigieron la liquidación de sus posiciones en esos fondos. Para poder liquidar tales ventas, los fondos debieron vender sus instrumentos mas líquidos, que resultaron ser los CETES (Certificados de la Tesorería de la Federación) y con tales fondos, adquirir dólares americanos, para entregarlos a los inversionistas. Antes de salir del país, los fondos extranjeros habían cambiado su estrategia de inversión de instrumentos en moneda nacional, por instrumentos nominados en moneda extranjera (Tesobonos). (Ver cuadro 9, p. 59).

La bandera de salida de capitales no solo debemos atribuirla a los factores políticos, las perdidas por el alza de tasas de interés, fue la que inicio la salida en masa de capitales y la caída constante del peso, a pesar del incremento en la velocidad de deslizamiento. El alza de tasas de interés domesticas, no compensaba las perdidas de los fondos en moneda extranjera.

Esta salida de capitales tuvo dos consecuencias inmediatas; la primera, elevar las tasas de interés de los Cetes (que a su vez era y sigue siendo la tasa líder del mercado) y segundo la presión sobre el tipo de cambio, ante la imposibilidad de compensar la salida de capitales del país.

Tan sólo en el mes de diciembre de 1994 la devaluación del peso había alcanzado un 49.7%, el ajuste que no había permitido Salinas y el cual le había costado al país la perdida de las reservas acumuladas en 6 años.

Al igual que López Portillo, Salinas quería despedirse como un excelente Presidente, al igual que aquel, dejó a la siguiente administración una crisis monumental y sobre todo una economía en

pleno ataque de parte de los especuladores y con las reservas en un nivel, que no permitían el menor margen de maniobra.

#### **4.3 La fortaleza del peso en 2005, causas y perspectivas.**

El éxodo de mexicanos hacia los Estados Unidos, iniciado en la administración foxista provocó un incremento de remesas familiares de 125%, pasando de 8,895.3 millones de dólares en 2001 a 20,034.9 millones de dólares en 2005 (ver cuadro 4), p.57

Tan solo entre los años que corren del 2001 al 2005, la suma de los ingresos por ese concepto alcanza la cifra de 68,753.6 millones de dólares.

En tanto el gobierno Foxista se congratula del nivel histórico de las reservas acumuladas en Banco de México, argumentando que se deben a un manejo responsable de las finanzas publicas, podemos nosotros observar que no sólo son producto del vergonzoso proceso de migración de mexicanos, que no encuentra empleo en su país, sino que en realidad, las reservas acumuladas a igual periodo son muy inferiores a esos ingresos, como lo demuestra el hecho de que para el año de 2001 el nivel acumulado de reservas era de 40,900 millones de dólares en tanto para diciembre de 2005, pasa a tan sólo 68.800 millones de dólares, es decir, apenas el nivel de reservas generadas por el envío de remesas familiares.

Si aunado a lo anterior, tomamos en cuenta el nivel histórico record de los ingresos por exportación petrolera, derivado del continuo incremento de los precios internacionales del crudo, donde pudimos observar que tan solo por concepto de exportaciones del hidrocarburo, al país ingresaron entre el año de 2003 y hasta el 2005 66,238 millones de dólares, es aventurado, por decirlo suavemente, que la estabilidad de nuestra moneda se debe a la disciplina fiscal del gobierno foxista.

En realidad no podemos olvidarnos del enorme flujo de inversión extranjera que ha llegado al país, de hecho todo el flujo e moneda extranjera que por estos conceptos llega al país, han

ocultado al mercado y a la población el deterioro de la balanza que el autodenominado gobierno del cambio ha dejado al país. Se ha agudizado la crisis estructural de nuestra economía, como podemos deducir de un análisis simple de la balanza comercial.

Si comparamos el periodo zedillista de 1996 a 2000 vs periodo foxista de 2001 a 2005, podemos obtener la siguiente situación:

Análisis Comparativo entre Balanza Comercial		
Millones de dólares		
	1996-2000	2001-2005
Total	-14,629.50	-39,398.60
Sin Petróleo	-71,358.00	-141,592.10

Ahora bien, los niveles de reservas podrían ser superiores

Sin embargo, es pertinente recordar que la acumulación de reservas internacionales no viene sin costo. El costo de acarreo de la reserva internacional resulta de la diferencia entre el rendimiento de dicha reserva y la tasa de interés que deberá pagarse por los títulos que se emiten para financiar la mencionada acumulación. Dado el nivel que han alcanzado las reservas internacionales y su ritmo de acumulación esperado<sup>15</sup>

Es por esa situación que el día 20 de Marzo de 2003 La Comisión de Cambios decidió instrumentar un mecanismo que reduzca la velocidad de acumulación de reservas. Por ello, se ha resuelto canalizar al mercado una fracción de los flujos de divisas que podrían potencialmente acrecentar las reservas. Dado que el objetivo es establecer un mecanismo que reduzca el ritmo de

---

<sup>15</sup> COMISIÓN DE CAMBIOS, MECANISMO PARA REDUCIR EL RITMO DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES, COMUNICADO DE PRENSA, México, DF., 20 de marzo de 2003.

crecimiento de las reservas internacionales, éste debe operar independientemente del nivel y la tendencia del tipo de cambio<sup>16</sup>

Como podemos ver esta decisión de reducir el ritmo de acumulación significa inyectar recursos al mercado, fortaleciendo con ello al peso en su cotización frente al dólar americano, y causando como efecto colateral un debilitamiento de la Balanza Comercial, apoyada en la Balanza positiva de divisas. El gobierno del Presidente Zedillo se vio obligado a mantener una política austera y un tipo de cambio sub valuado, con el propósito de nivelar la balanza de divisas del país, en aquellos años los precios del hidrocarburo eran muy bajos, las remesas familiares, eran menos de la mitad de lo que alcanzó el promedio del gobierno de Vicente Fox. El tipo de cambio que deja la administración de Fox al de Felipe Calderón es de sobrevaluación como podemos constatar en los cuadros 4 y 5

Una de las situaciones más difíciles, a las que se enfrenta la economía mexicana, es la dependencia respecto a un recurso natural no renovable, las reservas de hidrocarburos disminuyeron en el periodo que va del 2001 al 2005 de 56,154 a 46,914 esto es 16.45% de las reservas brutas del país.

El peso mexicano ha mostrado fortaleza, mejorando su cotización por dos años consecutivos, con una importante reducción de la deuda externa y un nivel alto de reservas internacionales, su comportamiento ha sido estable y positivo, no se puede afirmar que el Banxico ha utilizado reservas para lograr un tipo de cambio inflado, el logro existe por la enorme cantidad de recursos en moneda extranjera que fluyen al país por los tres causales señalados en el cuerpo de este trabajo.

Sin embargo el déficit comercial va en aumento y es un claro síntoma de sobrevaluación, pronto sufriremos un cambio en la balanza de divisas. El gobierno esta conciente de la caída del precio del petróleo, esperemos que el comité de hacienda haya celebrado contratos de futuro, que

---

<sup>16</sup> Op Cit

permitan mantener un ingreso adecuado de divisas por petróleo exportado. También conoce que los compromisos son muy elevados, principalmente por la enorme carga de la deuda interna. Cuanto tiempo seguirá fluyendo capital al país?. Mi pronóstico es que no pasara del primer cuarto del año. Los subsidios como el de la leche comienzan a ser retirados, la especulación con básicos ha comenzado, la nueva estabilidad cambiaria no tiene sustento a largo plazo, las crisis comenzaran, más temprano que tarde en este sexenio.

Pronto vendrán los recortes al gasto, el tipo de cambio se moverá abruptamente sin que ello signifique pérdida de reservas, gracias a la política de no intervención del Banxico en el mercado. Con la intención de atraer divisas al país el gobierno panista replanteara la necesidad de atraer recursos a Pemex y CFE. Los fondos lo decidirán, pueden decidir, mantener posiciones en México y la estabilidad se prolongara, existen sin embargo las condiciones para que suceda lo contrario.

# CONCLUSIONES

1.- Podemos afirmar que en México se cuenta con un mercado de cambios técnicamente desarrollado, con un marco legal normado por la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito.

En donde el Banco de México, es el encargado de dar estabilidad al peso, en tanto la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, es el organismo encargado de supervisar a los intermediarios cambiarios.

Que los intermediarios financieros del país operan en situación competitiva respecto a sus contrapartes en el resto del mundo, y que hoy existe entre los intermediarios cambiarios conciencia en relación a los riesgos tanto cambiarios como crediticios y de verse involucrados en operaciones de lavado de dinero.

La existencia de Casas de Cambio, Bancos, Casas de Bolsa y Centros Cambiarios ha provocado la competencia necesaria para encontrar una oferta amplia de servicio y por tanto una reducción de los márgenes de operación en beneficio de los usuarios de esos servicios.

En lo referente a los mercados de contado, es decir valor hoy, 24 y 48 horas, podemos considerar que el país cuenta con un amplio desarrollo y las empresas, no requieren salir a buscar la mejor opción, ya que los intermediarios en su necesidad de mejorar sus ingresos, se acercan a los principales usuarios de divisas, con el propósito siempre de mejorar las condiciones que ofrece la competencia, por lo que podemos afirmar, que el mercado de contado en nuestro país es un mercado bien regulado, y que funciona en condiciones de competitividad mundial.

2.- En lo referente a los mercados de futuros, a pesar de los esfuerzos iniciados por las autoridades para la creación del mex-der (mercado de derivados) cuya concepción por parte de las autoridades financieras del país era desarrollar los mercados financieros a plazo, este esfuerzo no ha permeado en los actores de la economía, como lo demuestra el pequeño

volumen del mexder (mercado de derivados donde se cotizan futuros de divisas, índice de la bolsa mexicana de valores, algunas acciones, así como instrumentos de renta fija, como los Cetes (Certificados de la Tesorería). Los empresarios y directores de finanzas, consideran este mercado un costo, y los costos deben ser evitados. Las empresas mexicanas se han visto expuestas al libre comercio y todos los países occidentales, incluyendo las economías desarrolladas, han vivido la competencia de los sistemas de sobreexplotación practicados en las economías orientales, con las cuales no han logrado competir, las empresas lo que buscan es reducción de costos, y los mercados de futuros cuestan, es un seguro que no están dispuestos a pagar, por no entender la mecánica de las crisis, de algún modo tenemos varios años si vivirlas, ¿porque comprar un seguro hoy?

Ante este panorama podemos aseverar que una devaluación abrupta, volvería a dañar la estabilidad de la mayoría de las empresas del país, las cuales no cubren su riesgo cambiario y con ello existirían muchas posibilidades de que sea la sociedad mexicana quien cargue con el costo de una nueva crisis.

2.- La moneda mexicana, hoy se encuentra en un régimen de flotación, y ello representa el mejor mecanismo que puede tener el país bajo la protección que le brinda el elevado nivel de reservas. La cotización de la moneda es determinada por la oferta y la demanda, aun cuando ello no implica que el Banco de México, institución encargada de la estabilidad de la moneda, se encuentre al margen de la cotización que alcanza el peso en los mercados internacionales.

El Banco de México, participa en el mercado, de manera ordenada y programada, con el propósito de mantener el nivel de reserva que proporcione estabilidad a la moneda.

Por su parte, los grandes fondos internacionales son capaces de movilizar tal cantidad de recursos, que en su continuo migrar por el mundo, obligan a los gobiernos a competir con tasas reales superiores de interés, para mantener el dinero en esas economías. Cabe destacar, que

al desaparecer el patrón oro,<sup>1</sup> el dinero se convirtió en un valor estrictamente fiduciario, ello aunado al desarrollo de los sistemas financieros y de comunicaciones, permite transferir dinero de una economía a otra en segundos.

Es por esa capacidad de desplazamiento del dinero en el mundo, que podemos confirmar una de las principales reglas del mercado de cambios “no hay país que pueda aguantar una corrida especulativa contra su moneda”. Los gobiernos panistas entienden que se requieren reformas, conocen perfectamente la situación que podría enfrentar el país ante una baja de los precios del petróleo, y aun sin tal baja, debido a la velocidad en que han disminuido las reservas probadas del hidrocarburo.

Es decir, en el discurso se plantea la estabilidad del tipo de cambio y de los fundamentales de la economía, pero en la realidad ellos conocen que los mismos están apoyados en elementos de coyuntura.

3.- La estabilidad o inestabilidad cambiaria de suyo, es la parte monetaria de la estabilidad o inestabilidad de precios, mas no debe ser considerada como la explicación de la inestabilidad económica. El Banco de México tiene la obligación constitucional de dar estabilidad a la moneda, (Artículo 28 Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos) sin embargo esa misión, solo puede lograrse en un marco donde no se presente un ataque importante a la moneda, es por ello necesario que se cuente con divisas suficientes y tasas de interés positivas respecto al nivel interno de inflación.

Estas condiciones si bien no siempre serán suficientes, los grandes fondos solo intentaran dar inicio a una corrida financiera, cuando sientan que están dadas las condiciones para que su intento tenga posibilidades de convertirse en una realidad, o cuando vean reducirse sus activos, o beneficios respecto a tener su dinero en otro mercado.

---

<sup>1</sup> el detonador de la crisis del sistema monetario internacional instaurado en Bretton-Woods fue la constatación de la inconvertibilidad del dólar en oro. Dávila Flores Alejandro, El Circuito del Dólar en México, Revista de Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 172, 1985. P 168

La estabilidad relativa que ha mostrado el peso mexicano en el presente siglo, se debe fundamentalmente al incremento de las reservas internacionales, producto del incremento del precio del petróleo, del ingreso de remesas familiares, y el crecimiento de la inversión extranjera.

No puede por tanto, considerarse que esos factores puedan ser atribuidos a una adecuada política cambiaria en el país. Sin embargo, algo que podemos reconocer, es que no se ha caído en la tentación de elevar el gasto social, mediante la emisión de circulante, situación que en caso de que se hubiese intentado, seguramente, hubiera desincentivado la inversión extranjera y hubiera provocado la emigración de capitales, con lo que hubiera el país retornado al círculo vicioso de inflación devaluación, que conocimos en los últimos 30 años del siglo XX.

4.- Nos encontramos en una situación similar, a la vivida en el año de 1982 en lo referente a los precios del petróleo. El petróleo no puede seguir subiendo, ya que la demanda tiende a ajustarse, el nivel histórico del precio del petróleo, indica que deben regresar los precios a niveles máximos de 40 dólares por barril, ya que el promedio del mes de Julio y Agosto de 2006, el petróleo de referencia Brent, alcanzó un promedio de 74 dólares el barril, los ingresos por concepto de exportación de petróleo, si mi pronóstico de baja de precios es correcta, se verán reducidos a casi la mitad de lo que hoy recibe el país.

El descenso ha iniciado durante el mes de septiembre con una caída de 14 dólares, que se verá reflejado en la balanza comercial de ese mes. Esta caída puede provocar una sobre reacción del mercado que lleve a los 40 dólares, antes de marzo de 2007, cuando haya concluido el invierno y con ello una demanda estacional importante.

Como hemos señalado, los fondos buscan incrementar sus ganancias y nuestro país, nuevamente depende en exceso de los ingresos petroleros, en un mercado de irrestricto libre-cambio, es posible observar caídas de la moneda de hasta 2% diario, sin que Banxico incremente su oferta al mercado y en caso de que lo tenga que hacer solo, lo podrá hacer por

200 millones de dólares al día. Es decir más de 1 peso por semana, por lo que en caso de que el Banco de México, mantenga su política de intervención programada, el descenso del nivel de divisas, no será tan veloz como en años anteriores, pero difícilmente logrará los cambios estructurales requeridos y no logrados, a pesar del excedente derivado de los altos precios actuales del petróleo y el no menos elevado nivel de ingresos por remesas familiares.

# Apéndice A

## *Principales eventos que marcaron las grandes devaluaciones a finales del siglo XX*

- La baja de los precios del petróleo, en el año de 1981
- Decisión del gobierno López Portillista de mantener un alto crecimiento económico, apalancado en las divisas provenientes de la exportación de petróleo.
- Dolarización de la economía, mediante la creación de instrumentos en moneda extranjera, cuyo propósito era retener la salida de capitales.
- El efecto de la caída de los precios del petróleo en 1981 en la balanza comercial, provocó miedo y mayor fuga de capitales.
- El boletín denominado Inconveniencias del Control de Cambios, publicado por el lic. Miguel Mancera Aguayo, fue la argumentación oficial, del rechazo del gobierno a llevar a cabo medidas para detener la salida de divisas, cuando era evidente la imposibilidad de retenerlas, con instrumentos monetarios.
- Agotamiento de activos en el exterior, obligo al país a convertir los activos en dólares en los denominados mexdólares.
- El control de cambios, consecuencia de un manejo irresponsable del tipo de cambio
- Levantamiento zapatista, asesinato de Luis Donaldo Colosio y Francisco Ruiz Massieu, elementos que alentaron la especulación, en tanto el gobierno de Salinas se empeñó en mantener estable el tipo de cambio
- Error de diciembre, alza de tasas de interés, con el propósito de frenar la inflación. Quiebra técnica del sistema bancario mexicano.
- Fobaproa, un expediente inconcluso que involucra un irresponsable manejo de la política económica, por parte de la administración salinista, una pésima conducción monetaria

por parte de la administración zedillista y un silencio cómplice de la administración foxista, que endeudaron al país con 100 mil millones de dólares, en tanto particulares son beneficiarios de ese corrupto manejo de la economía.

# Apéndice B

*Estadísticas, de la evolución de los indicadores externos de la economía mexicana.*

**Cuadro 1 Deuda Total del sector Publico Consolidado con Banco de México.**

**Cuadro 2 Inversión Extranjera en el Mercado Accionario.**

**Cuadro 3 Resumen de Indicadores Selectos.**

**Cuadro 4 Tipo de Cambio Real.**

**Cuadro 5 Tipo de Cambio Representativo**

**Cuadro 6 Inversión Extranjera en Valores Gubernamentales.**

**Cuadro 7 Comercio Exterior.**

**Cuadro 8 Infraestructura y Recursos Naturales.**

**Cuadro 9 Flujos de Inversión Extranjera.**

**Cuadro 10 Mercado de Valores.**

**Cuadro 11 Remesas Familiares**

## CUADRO 1

### Deuda Total del Sector Público Consolidado con Banco de México Saldos a fin de periodo

	Miles de Millones de Pesos			Por ciento del PIB		
	2004 <sup>p/</sup>	2005 <sup>p/</sup>	Variación	2004 <sup>p/</sup>	2005 <sup>p/</sup>	Variación
<b>a. Deuda Consolidada con Banco de México Neta <sup>1/</sup></b>	1,560.1	1,577.2	17.08	18.75	17.51	-1.24
1. Externa	96.5	-98.4	-194.91	1.16	-1.09	-2.25
2. Interna	1,463.7	1,675.7	211.99	17.59	18.60	1.01
<b>b. Partidas Adicionales</b>	1,237.7	1,335.3	97.60	14.88	14.83	-0.05
1. IPAB <sup>2/</sup>	651.3	679.0	27.70	7.83	7.54	-0.29
2. FARAC <sup>3/</sup>	156.6	159.4	2.80	1.88	1.77	-0.11
3. Programas de Reestructuras en UDIs <sup>4/</sup>	28.4	31.1	2.70	0.34	0.35	0.01
4. Pidiregas Directos <sup>5/</sup>	396.6	460.8	64.20	4.77	5.11	0.34
5. Programas de Apoyo a Deudores <sup>6/</sup>	4.8	5.0	0.20	0.06	0.06	0.00
<b>Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México (a+b)</b>	2,797.8	2,912.5	114.68	33.63	32.34	-1.29

Fuente: SHCP y Banco de México.

1/ La diferencia entre el crecimiento en el saldo de esta deuda y los RFSP se debe a la revaluación de flujos de deuda en moneda extranjera, a que en esta deuda no se incluyen las disponibilidades que los organismos y empresas públicas acumulan en sociedades de inversión y a que en esta deuda, el crédito al sector privado es un activo y no un déficit como sucede con la intermediación financiera.

2/ Corresponde a la diferencia entre pasivos brutos y los activos totales del IPAB de acuerdo a las cifras del Anexo III del Informe de Finanzas Públicas al Cuarto Trimestre de 2005.

3/ Obligaciones garantizadas por el Gobierno Federal del Fideicomiso de Apoyo al Rescate de Autopistas Concesionadas.

4/ Diferencia entre el pasivo por Cetes especiales del Gobierno Federal con la banca y las deudas reestructuradas en UDIs.

5/ El saldo de deuda en Pidiregas directos se construye con base en los flujos de inversión realizada.

6/ Corresponde al crédito otorgado por la banca comercial al Gobierno Federal por dichos programas.

p/ Cifras preliminares.

## CUADRO 2

### Inversión Extranjera en el Mercado Accionario Saldos vigentes a valor de mercado de fin de periodo Miles de millones de dólares

	Libre		Fondo		Fondo		Total <sup>2/</sup>			
	suscripción		neutro		México					
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%		
1993 Dic	34.0	62.2	12.9	23.6	6.4	11.7	1.4	2.5	54.6	100.0
1994 Dic	21.2	61.6	8.1	23.6	4.3	12.6	0.8	2.2	34.4	100.0
1995 Dic	15.2	62.1	5.9	24.0	2.6	10.7	0.8	3.1	24.5	100.0
1996 Dic	15.1	48.8	11.4	36.9	3.5	11.3	0.9	3.0	31.0	100.0
1997 Dic	23.1	47.2	19.5	39.8	4.9	10.0	1.3	2.7	49.0	100.0
1998 Dic	18.6	57.1	10.3	31.3	2.9	8.9	0.8	2.4	32.6	100.0
1999 Dic	41.5	62.3	19.7	29.5	4.5	6.7	0.9	1.4	66.7	100.0
2000 Dic	32.1	61.8	16.8	32.3	2.2	4.2	0.9	1.7	51.9	100.0
2001 Dic	33.4	60.8	18.6	33.9	2.2	4.0	0.8	1.5	54.9	100.0
2002 Dic	28.0	62.8	14.7	33.0	1.6	3.6	0.3	0.7	44.6	100.0
2003 Dic	34.6	61.2	19.9	35.2	1.7	3.0	0.3	0.5	56.5	100.0
2004 Dic	48.3	65.3	22.4	30.2	2.9	3.9	0.4	0.6	74.0	100.0
2005 Dic	71.5	67.1	31.2	29.3	3.2	3.0	0.7	0.6	106.6	100.0

Fuente: Informe Anual 2005 del Banco de México, Abril 2006, p. 160.

### CUADRO 3

#### Resumen de Indicadores Selectos

	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>p/</sup>
<b>Indicadores Sociales y Demográficos</b>					
Población (millones) <sup>1/</sup>	101.8	103.0	104.2	105.3	106.5
Tasa anual de crecimiento poblacional <sup>1/</sup>	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
Esperanza de vida al nacer <sup>1/</sup>	74.3	74.6	74.9	75.2	75.4
<b>Producción y Precios</b>					
Producto Interno Bruto (PIB) en mmp	5,810	6,263	6,892	7,709	8,374
	Variación anual en por ciento				
PIB a precios constantes	-0.2	0.8	1.4	4.2	3.0
Índice Nacional de Precios al Consumidor (dic.-dic.)	4.40	5.70	3.98	5.19	3.33
<b>Moneda y Finanzas</b>					
Agregados Monetarios <sup>2/</sup>	Variación real anual en por ciento				
Base Monetaria	5.4	11.4	10.7	8.8	7.9
M1	8.2	12.9	7.0	8.8	7.1
M4	7.0	6.1	6.6	7.5	10.4
Tasas de Interés <sup>3/</sup>	Tasas anuales en por ciento				
Cetes 28 días	11.31	7.09	6.23	6.82	9.20
TIIE 28 días	12.89	8.17	6.83	7.15	9.61
	Pesos por dólar				
Tipo de Cambio (fin de periodo) <sup>4/</sup>	9.1423	10.3125	11.2360	11.2648	10.7777
<b>Finanzas Públicas</b>					
	Por ciento del PIB				
Balance Económico de Caja <sup>5/</sup>	-0.7	-1.2	-0.6	-0.2	-0.1
Balance Primario <sup>5/</sup>	2.6	1.7	2.1	2.5	2.5
Deuda Pública Neta <sup>6/</sup>	19.8	21.4	21.6	18.8	16.8
<b>Sector Externo</b>					
	Por ciento del PIB				
Balanza Comercial (incl. maquiladoras)	-1.5	-1.2	-0.9	-1.3	-1.0
Cuenta Corriente	-2.8	-2.1	-1.3	-1.1	-0.8
Cuenta de Capital	4.2	3.8	3.0	2.0	1.8
Deuda Externa Total	25.3	23.9	24.7	23.7	21.5
Pagos de Intereses	2.0	1.8	1.8	1.6	1.6
	Miles de Millones de Dólares				
Reservas Internacionales Netas (fin de periodo) <sup>7/</sup>	40.9	48.0	57.4	61.5	68.7

Fuente: Banco de México, SHCP, INEGI, CONAPO.

1/ Estimado para 2005.

2/ Calculada con base en el promedio de los saldos al final de cada mes.

3/ Promedio del periodo.

4/ Usado para solventar obligaciones en moneda extranjera.

5/ Con base en la metodología ingreso-gasto.

6/ Se refiere a la deuda económica amplia, la cual comprende los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal y de los intermediarios financieros oficiales (banca de desarrollo y fideicomisos de fomento). Saldo al fin del periodo. Medición del Banco de México.

7/ Definidas en el Artículo 19 de la Ley del Banco de México.

p/ Cifras preliminares.

CUADRO 4

**Índice de Tipo de Cambio Real <sup>1/</sup>**  
1990 = 100

<b>Año</b>	<b>Basado en el costo unitario de la mano de obra en la industria manufacturera no maquiladora <sup>2/</sup></b>	<b>Variación anual en por ciento</b>	
1983	105.4	48.1	
1984	100.8	-4.4	
1985	101.0	0.2	
1986	138.3	37.0	
1987	147.9	6.9	
1988	121.1	-18.1	
1989	106.2	-12.3	
1990	100.0	-5.8	
1991	91.2	-8.8	
1992	78.8	-13.6	
1993	73.2	-7.1	
1994	76.2	4.1	
1995	125.9	65.3	
1996	129.2	2.6	
1997	113.9	-11.8	
1998	113.0	-0.9	
1999	102.7	-9.1	
2000	93.6	-8.9	
2001	83.0	-11.3	
2002	84.3	1.5	
2003	94.1	11.6	
2004	98.4	4.6	
2005	95.0	-3.4	
2004	I	96.4	3.1
	II	98.7	7.2
	III	99.6	6.8
	IV	98.9	1.4
2005	I	97.4	1.0
	II	95.7	-3.0
	III	93.3	-6.3
	IV	93.7	-5.3

Fuente: Banco de México, Fondo Monetario Internacional e INEGI.

1/ Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

2/ El tipo de cambio real efectivo se estima con base en el salario por hora ajustado por el producto por hora hombre para México y sus ocho principales socios comerciales. Calculado con base en series desestacionalizadas.

**Cuadro 5**  
**Tipos de Cambio Representativos**  
Pesos por dólar

	Tipo de cambio de equilibrio	
	Fin del periododo	Promedio del periodo
2001	9.1423	9.3425
2002	10.3125	9.6560
2003	11.2360	10.7890
2004	11.2648	11.2860
2005	10.7777	10.8979

Fuente Banco de México

Informe Anual 2005, P 138

## CUADRO 6

### Inversión Extranjera en Valores Gubernamentales Saldos vigentes a valor nominal de fin de período Miles de millones de dólares

		CETES		BONDES		TESOBONOS		AJUSTABONOS		Bonos de desarrollo <sup>1/</sup>		Total <sup>2/</sup>	
		Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
1994 Dic		2.5	12.3	*	0.1	17.4	85.0	0.5	2.6	n.e.	n.e.	20.5	100.0
1995 Dic		2.8	82.0	0.1	3.3	0.2	5.6	0.3	9.1	n.e.	n.e.	3.4	100.0
1996 Dic		3.0	89.2	0.3	9.6	0.0	0.0	*	1.1	n.e.	n.e.	3.4	100.0
1997 Dic		3.0	90.3	0.3	7.7	0.0	0.0	*	0.2	n.e.	n.e.	3.3	100.0
1998 Dic		2.1	91.5	0.2	0.1	0.0	0.0	*	0.0	n.e.	n.e.	2.3	100.0
1999 Dic		1.0	88.7	0.1	9.5	0.0	0.0	*	0.0	n.e.	n.e.	1.1	100.0
2000 Dic		0.7	72.0	0.1	9.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	18.1	0.9	100.0
2001 Dic		0.7	37.0	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	52.4	1.8	100.0
2002 Dic		0.3	17.4	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	70.9	3.1	100.0
2003 Dic		0.4	18.0	0.5	21.9	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	57.5	2.1	100.0
2004 Dic		0.6	9.1	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1	87.2	7.0	100.0
2005 Dic		0.3	3.2	0.2	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	8.8	87.2	10.1	100.0

Fuente: Informe Anual 2005 del Banco de México, Abril 2006, p. 168.

## CUADRO 7

### Comercio Exterior Millones de dólares

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 p/
<b>Exportaciones</b>	<b>95,999.7</b>	<b>110,431.5</b>	<b>117,539.3</b>	<b>136,361.8</b>	<b>166,120.7</b>	<b>158,779.7</b>	<b>161,046.0</b>	<b>164,766.4</b>	<b>187,998.6</b>	<b>213,711.2</b>
De Maquiladoras	36,920.3	45,165.4	53,083.1	63,853.6	79,467.4	76,880.9	78,098.1	77,467.1	86,951.7	96,756.2
Resto	59,079.4	65,266.1	64,456.2	72,508.2	86,653.3	81,898.8	82,947.9	87,299.3	101,046.9	116,955.0
<b>Petroleras</b>	<b>11,839.8</b>	<b>11,477.6</b>	<b>7,306.9</b>	<b>9,970.2</b>	<b>16,134.8</b>	<b>13,199.4</b>	<b>14,829.8</b>	<b>18,602.4</b>	<b>23,666.6</b>	<b>31,895.2</b>
Petróleo Crudo <sup>1/</sup>	10,705.3	10,333.8	6,447.7	8,829.5	14,552.9	11,927.7	13,392.2	16,676.3	21,257.8	28,334.0
Otras	1,134.5	1,143.8	859.3	1,140.6	1,581.9	1,271.7	1,437.6	1,926.1	2,408.8	3,561.2
<b>No Petroleras</b>	<b>84,159.9</b>	<b>98,953.9</b>	<b>110,232.4</b>	<b>126,391.7</b>	<b>149,986.0</b>	<b>145,580.3</b>	<b>146,216.2</b>	<b>146,164.1</b>	<b>164,332.0</b>	<b>181,816.0</b>
Agropecuarias	4,129.6	4,448.8	4,335.7	4,456.0	4,765.5	4,446.3	4,214.5	5,035.6	5,683.9	6,127.1
Extractivas	420.8	450.2	447.5	421.1	495.8	385.5	367.1	496.3	900.8	1,167.7
Manufacturas	79,609.5	94,055.0	105,449.2	121,514.5	144,724.7	140,748.5	141,634.5	140,632.1	157,747.3	174,521.2
De Maquiladoras	36,920.3	45,165.4	53,083.1	63,853.6	79,467.4	76,880.9	78,098.1	77,467.1	86,951.7	96,756.2
Resto	42,689.2	48,889.5	52,366.1	57,661.0	65,257.3	63,867.6	63,536.4	63,165.0	70,795.6	77,765.0
<b>Importaciones</b>	<b>89,468.8</b>	<b>109,808.2</b>	<b>125,373.1</b>	<b>141,974.8</b>	<b>174,457.8</b>	<b>168,396.4</b>	<b>168,678.9</b>	<b>170,545.8</b>	<b>196,809.7</b>	<b>221,269.8</b>
De Maquiladoras	30,504.7	36,332.2	42,556.7	50,409.3	61,708.8	57,598.5	59,296.0	59,057.2	67,742.2	75,129.1
Resto	58,964.1	73,476.0	82,816.3	91,565.4	112,749.0	110,797.9	109,382.9	111,488.7	129,067.4	146,140.7
<b>Bienes de Consumo</b>	<b>6,656.8</b>	<b>9,090.3</b>	<b>11,108.5</b>	<b>12,175.0</b>	<b>16,690.5</b>	<b>19,752.0</b>	<b>21,178.4</b>	<b>21,509.0</b>	<b>25,409.0</b>	<b>31,512.9</b>
<b>Bienes Intermedios</b>	<b>71,889.6</b>	<b>85,639.2</b>	<b>96,935.2</b>	<b>109,269.6</b>	<b>133,637.3</b>	<b>126,148.8</b>	<b>126,508.1</b>	<b>128,831.5</b>	<b>148,803.7</b>	<b>163,541.8</b>
De Maquiladoras	30,504.7	36,332.2	42,556.7	50,409.3	61,708.8	57,598.5	59,296.0	59,057.2	67,742.2	75,129.1
Resto	41,384.9	49,306.9	54,378.5	58,860.3	71,928.5	68,550.2	67,212.0	69,774.3	81,061.5	88,412.3
<b>Bienes de Capital</b>	<b>10,922.4</b>	<b>15,078.7</b>	<b>17,329.4</b>	<b>20,530.1</b>	<b>24,129.9</b>	<b>22,495.7</b>	<b>20,992.5</b>	<b>20,205.3</b>	<b>22,597.0</b>	<b>26,215.5</b>
<b>Balanza Comercial</b>	<b>6,531.0</b>	<b>623.3</b>	<b>-7,833.8</b>	<b>-5,612.9</b>	<b>-8,337.1</b>	<b>-9,616.7</b>	<b>-7,632.9</b>	<b>-5,779.4</b>	<b>-8,811.1</b>	<b>-7,558.5</b>
De Maquiladoras	6,415.6	8,833.2	10,526.4	13,444.3	17,758.6	19,282.4	18,802.1	18,410.0	19,209.4	21,627.1
Resto	115.4	-8,209.9	-18,360.2	-19,057.2	-26,095.7	-28,899.1	-26,435.0	-24,189.4	-28,020.5	-29,185.7
<b>Sin Exportaciones Petroleras</b>	<b>-5,308.9</b>	<b>-10,854.3</b>	<b>-15,140.7</b>	<b>-15,583.1</b>	<b>-24,471.9</b>	<b>-22,816.1</b>	<b>-22,462.7</b>	<b>-24,381.8</b>	<b>-32,477.7</b>	<b>-39,453.8</b>

Fuente: Grupo de trabajo integrado por el Banco de México, el INEGI, el Servicio de Administración Tributaria y la Secretaría de Economía.  
Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

<sup>1/</sup> Información proporcionada por PMI Internacional S.A. de C.V. misma que corresponde a sus cifras operativas.

p/ Cifras preliminares.

## CUADRO 8

### Infraestructura y Recursos Naturales

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 <sup>p/</sup>
Carreteras (km)	319,792	329,533	333,912	340,457	337,168	349,037	352,072	352,357
Carreteras Federales de Cuota (km)	6,388	6,430	6,598	6,759	6,987	6,979	7,423	7,575
Carreteras Federales Libres (km)	41,653	41,765	41,866	41,645	41,537	41,454	41,152	41,222
Carreteras Pavimentadas (km)	104,023	108,087	108,488	110,910	113,125	117,023	121,337	121,553
<b>Transporte Ferroviario</b>								
Longitud Total de la Red (km)	26,622	26,622	26,655	26,655	26,655	26,662	26,662	26,662
Pasajeros Transportados (millones de pasajeros-km)	460	254	82	67	69	78	74	74
Carga Comercial Transportada (millones de toneladas-km)	46,873	47,274	48,333	46,615	51,616	54,132	54,387	55,997
<b>Transportación Aérea</b>								
Aeropuertos Internacionales (número)	55	55	57	57	57	56	56	56
Pasajeros (miles)	30,922	32,662	33,974	33,673	33,190	35,287	39,422	42,235
Carga Transportada (miles de toneladas)	388	407	379	351	389	410	467	492
<b>Transportación Marítima</b>								
Número de Puertos (marítimos y fluviales)	107	108	108	108	108	106	106	106
Movimiento de Carga de Altura y Cabotaje (miles de toneladas)	237,380	231,440	244,252	244,431	253,046	264,739	266,008	275,933
<b>Comunicaciones</b>								
Telefonía (miles de líneas conectadas)	9,927	10,927	12,332	13,774	14,975	16,330	18,073	19,850
Telefonía Celular (miles de subscriptores)	3,350	7,732	14,078	21,758	25,928	30,098	38,451	45,500
Servicio Telegráfico (número de oficinas)	1,868	1,878	1,819	1,609	1,568	1,555	1,555	1,550
Servicio Postal (poblaciones atendidas)	31,515	32,015	32,127	29,216	16,029	14,942	17,609	17,884
Estaciones de Radio <sup>1/</sup>	1,351	1,349	1,371	1,410	1,413	1,417	1,423	1,429
Estaciones de Televisión <sup>1/</sup>	584	582	579	642	652	645	658	683
Oferta Hotelera (número de cuartos)	396,968	419,608	421,850	458,123	469,488	496,292	515,904	519,681
Generación Bruta de Energía Eléctrica (gigawatts-hora) <sup>2/</sup>	180,491	192,234	204,206	209,074	214,383	223,893	233,984	246,422
Reservas de Hidrocarburos (millones de barriles)	56,505	57,741	58,204	56,154	52,951	50,032	48,041	46,914

Fuente: Quinto Informe de Gobierno 2005. Presidencia de la República.

1/ Incluye difusión, concesiones y licencias.

2/ Incluye CFE y LFC.

p/ Preliminar.

## CUADRO 9

### Flujos de Inversión Extranjera Millones de dólares

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 p/
<b>Total</b>	<b>16,318.8</b>	<b>17,626.9</b>	<b>28,576.9</b>	<b>17,345.8</b>	<b>13,724.8</b>	<b>20,915.6</b>	<b>24,503.3</b>
Inversión Directa	13,466.7	17,225.8	27,485.1	17,299.8	12,945.9	18,244.4	17,804.6
Nuevas Inversiones	5,979.2	7,650.2	20,614.1	10,319.8	4,656.3	9,447.1	9,633.5
Reinversión de Utilidades	2,320.8	3,834.3	3,843.1	2,083.2	2,062.7	2,323.1	2,806.3
Cuentas entre Compañías	5,166.7	5,741.3	3,027.9	4,896.7	6,226.9	6,474.1	5,364.7
Inversión de Cartera	2,852.2	401.0	1,091.8	46.0	778.9	2,671.2	6,698.7
Mercado Accionario	3,769.2	446.8	151.0	-103.6	-123.3	-2,522.2	3,352.9
Mercado de Dinero	-917.0	-45.8	940.8	149.6	902.2	5,193.4	3,345.7

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

## CUADRO 10

Millones de nuevos pesos

Concepto	SALDOS AL FINAL DE: 1992	..... .... 1993	..... .... 1994	BASE 100 1992	% VARIACION 1993	% VARIACION 1994
TOTAL	647,547	874,316	941,001	100	35%	45.32%
VALORES DE RENTA VARIABLE	433,313	623,978	641,768	100	44%	48.1%
INSTRUMENTOS DE DEUDA						
DE CORTO PLAZO	96,135	138,044	195,940	100	43.6%	103.8%
CETES	59,338	81,014	40,394	100	36.5%	-32%
TESOBONOS	922	3,842	94,679	100	317%	9267%
Aceptaciones Bancarias	12,617	22,103	26,173	100	75.2%	107%
Pagare Bancario Bursátil	20,551	26,795	29,516	100	30.4%	43%
Papel comercial	2,643	3,563	4,058	100	34%	53%
Certificados de depósito	64	727	1120	100	1035%	1650%
INSTRUMENTOS DE DEUDA						
DE LARGO PLAZO	118,099	112,294	103,910	100	-4.92%	-12%
BONDES	36,848	17,036	8,316	100	-53.76%	-77.43%
AJUSTABONOS	36,271	33,695	38,602	100	-7.1%	6.42%

Los Tesobonos representaban el 2.8 por ciento de la tenencia total de valores gubernamentales en poder del público al cierre de 1993, en tanto que a la misma fecha de 1994 su participación era de 55.3 por ciento. Informe Anual Banxico 1994.

## Cuadro 11

### Ingresos por remesas

#### Remesas Familiares

<b>FECHA</b>	<b><a href="#">SE28528</a></b>	<b>MDD</b>
<b>Periodo</b>	<b><a href="#">Millones de Dolares</a></b>	<b>Anual</b>
<b>Oct-Dic 1996</b>	1,019.76	4,223.67
<b>Oct-Dic 1997</b>	1,144.85	4,864.85
<b>Oct-Dic 1998</b>	1,529.64	5,626.84
<b>Oct-Dic 1999</b>	1,564.25	5,909.56
<b>Oct-Dic 2000</b>	1,809.49	6,572.74
<b>Oct-Dic 2001</b>	2,245.68	8,895.26
<b>Oct-Dic 2002</b>	2,509.12	9,814.45
<b>Oct-Dic 2003</b>	3,364.86	13,396.21
<b>Oct-Dic 2004</b>	4,218.81	16,612.84
<b>Oct-Dic 2005</b>	5,316.33	20,034.90
<b>Ene-Mar 2006</b>	5,184.47	
<b>Abr-Jun 2006</b>	6,240.48	
<b>Jul-Sep 2006</b>	6,018.10	

Fuente: Banco de México

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CE80&locale=es>

# BIBLIOGRAFÍA

- (1) Aguilera G Manuel, La Crisis Mexicana: Un Ensayo de Interpretación Económica y Financiera, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 169, 1984
- (2) Aminadab Pérez Franco, Doc. El Legado de José López Portillo., <http://fundacionchristlieb.org.mx/coyuntura/boletin45-2.pdf>.
- (3) Banco de México, Informe Anual 1981 <http://www.banxico.gob.mx/>
- (4) Banco de México, Informe Anual 1982 <http://www.banxico.gob.mx/>
- (5) Banco de México, Informe Anual 1987 <http://www.banxico.gob.mx/>
- (6) Banco de México, Informe Anual 1988 <http://www.banxico.gob.mx/>
- (7) Banco de México, Informe Anual 2005 <http://www.banxico.gob.mx/>
- (8) Banco de México Reglas a las que deberán sujetarse las casas de cambio en sus operaciones, Diario Oficial de la Federación, México, 11 de Marzo 2003
- (9) Banco Mundial. [http://siteresources.worldbank.org/INTLACOFFICEOFCE/Resources/RemittancesFactSheet06\\_Spa.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTLACOFFICEOFCE/Resources/RemittancesFactSheet06_Spa.pdf)
- (10) Cabrera Adame C. J., Gutiérrez Lara A. A., Rubén A. M., Et Al Principales indicadores financieros y del sector externo de la economía mexicana, Facultad de Economía UNAM ISBN 970-32-2676-0
- (11) Código Penal Federal, <http://info4.juridicas.unam.mx/ijure/tcfed/8.htm?s=>
- (12) COMEX Marketing Department, Commodity Exchange, Inc Folleto Promocional
- (13) Comisión de Cambios, Mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas Internacionales, Marzo 20 2003. (Documento) <http://www.banxico.gob.mx/>
- (14) Comunidad Andina, 2004, Documento Estadístico, <http://www.comunidadandina.org/estadisticas/SGde091.pdf>
- (15) Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Artículo 28 <http://info4.juridicas.unam.mx/juslab/leylab/250/29.htm>
- (16) Chandler Lester V, Introducción a la Teoría Monetaria, Fondo de Cultura Económica, México, 1976
- (17) Flores Dávila, El Circuito del Dólar en México, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 172, 1985.
- (18) Foreign Exchange Market, Wikipedia, [http://en.wikipedia.org/wiki/Currency\\_market#The\\_Difference\\_between\\_Spot\\_and\\_Futures\\_in\\_Forex](http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_market#The_Difference_between_Spot_and_Futures_in_Forex)

- (19) Foreign Exchange Market Wikipedia,  
[http://en.wikipedia.org/wiki/Currency\\_market#The Difference between Spot and Futures in Forex](http://en.wikipedia.org/wiki/Currency_market#The_Difference_between_Spot_and_Futures_in_Forex)
- (20) García Arias Jorge, Information Cascades and Currency Crises, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, 2006.
- (21) La Unión Monetaria Europea <http://www.dip-badajoz.es/eurolocal/es/download/emu.pdf>
- (22) Lavado de dinero.com [http://www.lavadodinero.com/QueEsLavado/QueEsLavado\\_definicion.aspx](http://www.lavadodinero.com/QueEsLavado/QueEsLavado_definicion.aspx)
- (23) Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Diario Oficial de la Federación, México, 14 de Enero de 1985 Título 5 Capítulo 1 Artículo 81-A
- (24) Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos. México, Secretaría de Gobernación, 6 de marzo 1995
- (25) López G Julio, La Economía Mexicana Hoy, Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, No 164, 1983.
- (26) Márquez Ayala David, El tipo de cambio como instrumento de política en los 70's Revista Investigación Económica, Facultad de Economía, No 150, 1979
- (27) Martínez Atilano Guillermo, Inestabilidad del Tipo de Cambio, Un Modelo de Componentes Permanentes y Transitorios <http://docencia.izt.uam.mx/gma/arti1.html>
- (28) Neira Santander Daniel Cartas de credito, Gestipolis.com  
<http://www.gestipolis.com/recursos/documentos/fulldocs/fin1/cartacredito.htm>
- (29) Vargas Mendoza José, Las relaciones cambiarias del peso frente al dólar norteamericano y la problemática actual del valor de la moneda mexicana. Ponencia presentada en la Facultad de Economía, UNAM; el 6 de diciembre de 1994.