



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

---

---

FACULTAD DE ECONOMÍA

*FINANCIARIZACIÓN DE LOS TIPOS  
DE CAMBIOS EN MÉXICO*

T E S I S

PARA OBTENER EL GRADO DE

DOCTOR EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

ANTONIO MENDOZA HERNÁNDEZ

DIRECTOR DE TESIS: DR. GREGORIO VIDAL

CIUDAD UNIVERSITARIA

NOVIEMBRE, 2011





Universidad Nacional  
Autónoma de México



**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.

# INDICE

<b>Introducción</b>	4
<b>1. Teorías dominantes de la determinación del tipo de cambio</b>	18
1.1 Definición del tipo de cambio real	20
1.2 Enfoque de flujos o tradicional	23
1.2.1 Enfoque elasticidades	24
1.2.2 Enfoque absorción	27
1.3 Enfoque de activos o moderno	30
1.3.1 Paridad del poder adquisitivo, paridad de las tasas de interés, movimientos de capital y el tipo de cambio como un activo financiero	31
1.4 El dilema de la estabilidad	38
<b>2. Financiarización del tipo de cambio: modificación de la gestión de la moneda</b>	42
2.1 La gestión de la moneda en los Acuerdos de Bretton Woods: régimen cambiario fijo, control de capitales a corto plazo y ajuste de la balanza comercial	45
2.2 Régimen de acumulación con predominio de lo financiero	51
2.3 Dimensiones de la Financiarización	63
<b>3. Financiarización y determinantes del tipo de cambio y la política cambiaria en México</b>	69
3.1 Regímenes cambiarios en México	75
3.2 El tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios	82
3.2.1 El monetarismo del Fondo Monetario Internacional	83
3.2.2 La estrategia del ancla nominal de tipo de cambio fijo	84
3.2.3 La regla de Taylor	85
3.3 El tipo de cambio como mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción local	90
3.3.1 La función de la devaluación y el tipo de cambio competitivo	92
3.3.2 El déficit comercial, tipo de cambio y financiamiento estructural	96
3.4 El tipo de cambio en el entorno de la libre movilidad de capitales	98
3.4.1 Consolidación del proceso de desregulación y liberalización	100
3.4.2 El régimen de metas de inflación	103
3.4.3 La política monetaria y el objetivo de controlar la inflación con rezago cambiario	106

<b>4. Financiarización y construcción de la rentabilidad en grandes grupos de capital privado con origen en México</b>	113
4.1 Financiarización y ganancias de las corporaciones	116
4.2 Estudios de caso	125
4.2.1 Cemex	129
4.2.2 Grupo México	143
4.2.3 Vitro	153
4.2.4 Alfa	163
4.2.5 Grupo Carso	170
4.2.6 Gruma	177
4.2.7 Grupo Bimbo	182
4.2.8 FEMSA	186
<b>Conclusiones</b>	192
<b>Bibliohemerografía</b>	
<b>Capítulo 1</b>	198
<b>Capítulo 2</b>	205
<b>Capítulo 3</b>	211
<b>Capítulo 4</b>	219

## INTRODUCCIÓN

El estudio sobre las paridades ha sido considerado como tema exclusivo de la agenda de la teoría dominante. En un inicio, su preocupación estaba asociada en encontrar *los determinantes* del tipo de cambio. Sin embargo, en comparación con sus enfoques tradicionales, en las versiones contemporáneas de sus estudios teóricos, existe un cambio del objeto y del método en el estudio sobre las determinantes de las paridades.

Fue en el entorno del Régimen de Bretton Woods (RBW) cuando se formularon *la mayoría* de sus propuestas teóricas sobre la determinación cambiaria. Los estudios de la teoría convencional estaban asociados en ese entonces con los enfoques de flujos o tradicional y el enfoque de activos o moderno. Así las teorías prevalecientes del tipo de cambio, durante los años cincuenta del siglo pasado, se encontraban estrechamente vinculados a los mecanismos de ajuste de la balanza de pagos. A partir del fortalecimiento de procesos hacia un régimen de acumulación con predominio por lo financiero, en breve *financiarización*, la lógica del Sistema Monetario Internacional (SMI) se ha modificado, tomando una mayor relevancia los mercados financieros. Ahora, varios consensos que perduraron por décadas están siendo sometidos a replanteamientos, uno es el caso de los estudios teóricos que examinan la determinación cambiaria.

Al abandonarse el RBW, de manera formal el 15 de agosto de 1971 (para 1973 la flotación cambiaria se generaliza y con el acuerdo de Jamaica el 8 de enero de 1976 se formaliza), se inicia un período de flotación y fluctuación generalizada de los tipos de cambio, lo que significó el fin del patrón monetario oro – dólar y con ello la conclusión de un periodo de crecimiento sostenido posterior a la segunda posguerra. Para algunos la adopción de los tipos de cambio flexibles fue el punto de partida de una inestabilidad monetaria crónica que reveló una de las primeras manifestaciones de la *gran crisis* que se sitúa a finales de la década de los sesenta, la que puede ser caracterizada como *crisis del modo de regulación monopolista – estatal y del régimen de acumulación fordista* (Boyer, 2007; Chesnais, 2001; De Bernis, 1988).

Fue en este momento que, desde la teoría dominante, se desarrollaron con más fuerza un conjunto de modelos explicativos de las *variaciones cambiarias*. El fundamento teórico de esta preocupación se encuentra dentro de la tradición del enfoque de activos o moderno y en la actualidad se agrupan en una familia de modelos macroeconómicos que comparten

una base común. En el corazón está el modelo Mundell – Fleming, de donde se derivan los llamados nuevos modelos clásicos y keynesiano para economías abiertas.

Estos planteamientos teóricos se distinguen del enfoque de flujos o tradicional, ya que toman en consideración los movimientos en la cuenta de capital. Fleming (1974) y Mundell (1968) incorporaron el análisis del tipo de cambio en un contexto macroeconómico en el que éste se determinaba junto al tipo de interés y el nivel de producción. Debe destacarse que el papel jugado por los flujos de capital de corto plazo, durante este período, no era ni remotamente comparable al rol preponderante asumido por dichos flujos en la actualidad.

A partir de las sucesivas crisis financieras cambiarias y / o bancarias, en los ochenta y noventa del siglo pasado, se han propuesto novedosas técnicas de predicción del *comportamiento* de las paridades, provocando discusiones sobre el régimen cambiario más adecuado en las economías subdesarrolladas. La cuestión que se plantea es sobre la elección del régimen cambiario en éstas economías, pero a diferencia de los años setenta donde la polémica giraba en torno a la conveniencia de los sistemas de tipo de cambio fijo o flexible, el debate se centraba entre regímenes intermedios y regímenes extremos (*más flexibles* o *más fijos*). Desde el enfoque de la teoría dominante lo anterior se ha abordado bajo el “dilema de la estabilidad.”

Así, desde el terreno empírico, la apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, la liberalización financiera y la defensa de políticas flexibles en materia cambiaria, han provocado un escepticismo respecto de los modelos macroeconómicos de los tipos de cambio en cuanto a su eficiencia en la determinación de los precios. Las olas de entusiasmo o de abatimiento con respecto a una moneda, los pánicos, las corridas y el comportamiento en *manada* de los agentes, son fenómenos frecuentes en los mercados financieros internacionales.

Lo anterior ha situado el análisis de la teoría dominante en las diferencias entre las previsiones y la evolución efectiva del tipo de cambio, recurriendo a los *spreads* y los *risks* estimados por las grandes calificadoras, lo que significa el abandono de su objeto y método de estudio sobre las paridades. Ahora, la teoría convencional se repliega a la investigación microeconómica sobre el comportamiento especulativo en los mercados cambiarios, en donde el estudio del tipo de cambio se ha convertido en uno de los temas de la literatura estadística y econométrica. La teoría neoclásica ha tratado de retomar su preocupación

inicial para estudiar los determinantes del tipo de cambio recurriendo a *fundamentals* que en última instancia remiten a gustos y preferencias, mercados perfectos y expectativas racionales de los agentes económicos.

De lo anterior se desprende que la teoría dominante, en el mejor de los casos, ha dejado en un segundo plano su preocupación sobre los determinantes cambiarios. Ahora ha orientando la mayoría de sus estudios a los *niveles de variaciones* y el comportamiento del tipo de cambio. El problema central para la teoría convencional, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios, consiste en establecer cómo los mercados de divisas definen el tipo de cambio en un ambiente de expectativas volátiles. De ahí, se mantiene la idea que en la actualidad estas propuestas no alcanzan a explicar la determinación cambiaria. Sus límites se presentan aún mayores si se quiere evaluar en su aplicación a los países periféricos.

Fuera de los supuestos que impone la agenda de la teoría dominante, se han realizado intentos sobre la comprensión en la determinación de las paridades. Estos esfuerzos se sitúan más en una tradición de análisis heterogéneo, que recobra las condiciones históricas y estructurales de los espacios económicos en la periferia. Destaca la presencia de actores sociales con poder de mercado que influyen y determinan el cauce de la reproducción social y económica y entiende a la economía como un espacio de relaciones de poder, de conflicto, de juego de intereses, de desequilibrios acumulativos y de asimetrías.

El presente trabajo se coloca en esta tradición y toma como referente el proceso de acumulación con predominio financiero. Nuestro objetivo general es *destacar que los determinantes del tipo de cambio se han modificado a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación.*

Se considera que la determinación del tipo de cambio pasa a ser un componente estructural del régimen de acumulación con dominación financiera. En breve, se trata de la *financiarización* del tipo de cambio. El camino que se ha elegido en el estudio de las determinantes cambiarias se encuentra asociado a numerosas políticas que han transformado el marco institucional de la mayoría de los sistemas de regulación nacionales creando las condiciones para el fortalecimiento del régimen de acumulación con predominio financiero.

Las economías locales impulsaron la apertura, desregulación e integración de sus intermediarios a los mercados financieros internacionales, provocando una diversificación

de instrumentos, productos e instituciones de intermediación especializadas, donde un pequeño número de grandes inversores aparecen como agentes claves. No sólo se refiere a la posición y función de los inversionistas institucionales en el sistema financiero, sino también, a la gestión en la tesorería de las grandes empresas no financieras. Ambos, poseen un elevado poder de mercado que les permite obtener enormes rentas financieras, colocándolos como los protagonistas de las “altas finanzas internacionales”.

De modo tal, los mercados financieros operan en este marco como punta de lanza. En ellos, se reconoce su influencia en la formación de ciertos precios esenciales: tasas de interés de largo plazo y los tipos de cambio. Es aquí donde las paridades aparecen como un espacio de negocios financieros para todo tipo de intermediarios financieros. Por lo que la *financiarización* del tipo de cambio responde a la exigencia del régimen de acumulación con dominación financiera de organizarse “tanto en el nivel de un país como en el nivel internacional con el objetivo de permitir a los inversionistas apropiarse de los ingresos financieros (intereses y dividendos) en las condiciones más regulares y seguras posibles” (Chesnais, 2003:47). Existen otras rutas que se han elegido desde hace tiempo en el análisis del tipo de cambio desde una perspectiva crítica de la economía.

Samir Amin (1974:571 – 663) construye una explicación a partir de la teoría dominante, la cual considera como descriptiva. En su propuesta destaca las relaciones entre el centro y la periferia para estudiar los ajustes de la balanza de pagos. Insiste que es la dominación asimétrica del centro del sistema mundial sobre su periferia la que produce profundos desajustes estructurales, determinando el equilibrio de la balanza de pagos y con ello el comportamiento del tipo de cambio.

Para el autor, si el interés es conocer la naturaleza del tipo de cambio, su explicación se encuentra en la relación que existe entre el valor de dos monedas, “es evidente que la concepción general que se tiene del valor de dos monedas, determina finalmente la concepción que se tiene de la naturaleza profunda del cambio” (Samir, 1974:597).

Las investigaciones de Anwar Shaikh (2000) y Rolando Astarita (2006, 2007a, 2007b) comparten la inquietud de encontrar una relación causal entre la ley del valor, el mercado mundial y el tipo de cambio. Sin embargo, entre estos autores, también se destacan diferencias. Coinciden en que la teoría del valor trabajo aparece como determinante fundamental sobre el tipo de cambio, es decir, los tipos de cambio están determinados por

las condiciones de valorización de los capitales y su inserción en el mercado mundial (Astarita, 2006; Shaikh, 2000).

Pero Astarita, resalta que “nunca debe de perderse de vista que en última instancia el rol como equivalente de una moneda nacional está ligado a la capacidad de “su” espacio nacional de generar valor en relación al espacio mundial” (...) ya que “los espacios nacionales de valor tienen una entidad propia. Son espacios donde se realizan valores a partir de sus relaciones con equivalentes nacionales; y donde estos valores “nacionales” se vinculan entre sí a partir de las relaciones entre equivalentes nacionales” (Astarita, 2007b). En tal sentido, Astarita (2007b) resume que “en nuestra opinión la tesis de Shaikh no logra explicar lo que sucede con el comercio de los países dependientes, su tipo de cambio y la situación de la balanza de pagos”.

En términos de Shaikh (2000) se supone que el capital fluye libremente, y que los términos de intercambio están determinados por la igualación de la tasa de ganancia entre los capitales que fijan precios para que las mercancías que se comercian en el mercado mundial realicen esa tasa de ganancia. Los tipos de cambio reales entre países están determinados por la igualación de la tasa de ganancia entre los capitales reguladores a escala internacional, dados unos niveles de salario socialmente determinados a escala nacional, es decir, son los precios relativos, que están gobernados por los precios de producción, los que determinan los tipos de cambio reales (los términos de intercambio). Al conjunto de productores con menores costes de reproducción en cada industria son los llamados capitales reguladores.

Se llama la atención que para Astarita, analizar los tipos de cambio con “anclajes en lo real, en la ley de valor trabajo” no descarta la influencia de la dimensión financiera. Destaca que las variables financieras “inciden sobre el tipo de cambio, sin que por ello estas sean decisivas en todo momento (...) puede apreciarse, dentro de ciertos márgenes estructurales, (que) existe un espacio para el movimiento de los tipos de cambio según una serie de variables, entre los cuales se incluyen factores especulativos y aleatorios, e incluso de tipo político” (Astarita, 2006:287 – 290). Aquí se hace referencia al tercer nivel <sup>1</sup> de

---

<sup>1</sup> El primer nivel de determinación, de tipo estructural, ligado a las productividades relativas. El segundo nivel, referido a las variables macroeconómicas fundamentales. Estas son cuenta corriente, estado de reservas, necesidades de pago de deuda externa, inversiones, valorización del capital, crecimiento del país, tasa de interés, tasa de inflación (Astarita, 2006:288 – 289).

determinación: la dimensión especulativa, “que se vincula a las operaciones de *trading*, arbitrajes entre monedas y composición de carteras que deben decidir constantemente quienes manejan fondos líquidos” (Astarita, 2006:289). En breve, se reconoce la dimensión financiera del problema del tipo de cambio.

Además existe una cantidad importante de investigadores que desde los países subdesarrollados han tomado dentro de sus preocupaciones el estudio del tipo de cambio. Los análisis tienen como lugar común el destacar que en el comportamiento actual del tipo de cambio se deben de considerar la generalidad de los tipos de cambio flexibles en un ambiente de apertura de la cuenta de capital y de integración de los mercados financieros, por consiguiente subrayan, la desaparición de los controles cambiarios y de las restricciones a las operaciones de capital y, sobre todo, destacan el papel de los bancos internacionales, los departamentos financieros de las grandes empresas, los fondos de inversión, de seguro, de pensión, que están permanentemente arbitrando entre divisas o haciendo colocaciones en activos financieros.

Una parte de estos trabajos coinciden en destacar que dentro de un contexto de libre movimiento de capitales se exige el establecimiento de políticas económicas encaminadas a asegurar la estabilidad de la moneda de los países donde se invierte a fin de salvaguardar así la rentabilidad en términos de su moneda de los capitales extranjeros. La estabilidad nominal del tipo de cambio es crucial en el proceso de liberalización financiera (Correa, 2007; Huerta, 2009 y 2003; Mántey, 2005 y 2004; Puyana, 2002). Es decir, para estos autores es un hecho que las variaciones (o no variaciones) del tipo de cambio nominal pueden incidir en el tipo de cambio real.

Aquí se destaca la función de la Banca Central Autónoma y su papel en las políticas cambiarias. Desde esta perspectiva, monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria (Ampudia, 2008; León, 2007 y 2004; Perrotini, 2007, 2007b, 2007c y 2006). Se acentúa que el interés de la macroeconomía se reduce a la vigilancia en los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio, lo que se ha identificado como la macroeconomía financiera. El fin es el de fortalecer la liquidez y profundidad de los mercados nacionales en moneda local para aumentar la oferta de divisas y restringir su demanda y, ofrecer así, garantías en la transferencia de rentas financieras (Correa, 2008; Lichtensztejn, 2008).

En particular, en diferentes autores se sugiere para el caso de México, que el movimiento determinante en el tipo de cambio se ubica desde el mercado de capitales, por el imperativo de atraer capitales, así sea elevando la tasa de interés y pegando el tipo de cambio para bajar la inflación (Guillén, 1998 y 2001; Ortiz, 2007). Se destaca que lo anterior aleja al tipo de cambio como una variable que se asociaba con los niveles de competitividad interna así como con la posición de la balanza comercial externa.

Sobre todo se coincide que en la actualidad predomina el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades. En nuestra hipótesis se apunta que *el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias de estabilidad, confianza y rentabilidad que reclaman los movimientos internacionales de capital.*

En tal sentido, se sostiene que el comportamiento actual del tipo de cambio es el resultado de encadenamientos que se produjeron a partir del momento en que la abundancia de liquidez, en un contexto de crisis de regulación, llevó a que la lógica financiera tomará el lugar de la lógica productiva, para la expansión, sustentabilidad y rentabilidad del capital. Se busca resaltar que la determinación del tipo de cambio pasa a ser un componente estructural del régimen de acumulación con dominación financiera.

Para sustentar la *financiarización* del tipo de cambio, el trabajo se ha dividido en cuatro capítulos. En el capítulo primero, nuestro objetivo particular es *analizar el tratamiento y las aportaciones que la teoría estándar ha formulado de los desequilibrios de la balanza de pagos y la determinación cambiaria, acentuando sus instrumentos conceptuales y el marco doctrinal en el que se encuentran situados.*

En el capítulo se describe brevemente las principales cuestiones analíticas sobre la determinación de los tipos de cambio, asociadas todas ellas a varios enfoques sobre los mecanismos de ajuste de la balanza de pagos: enfoque tradicional o de flujos y el enfoque moderno o de activos.

Con base al diagnóstico anterior, se hace hincapié en dos observaciones. En los enfoques tradicionales se incorporan instrumentos conceptuales propios del momento y del marco doctrinal en el que se encuentran situados, sin embargo, por ahora estos no alcanzan a explicar la determinación cambiaria. Mientras que en los modelos vigentes se observa una

preocupación inicial y un cambio en el método sus resultados tienen que ser evaluados en el estudio del comportamiento especulativo de los mercados cambiarios.

Tanto los enfoques contemporáneos como los tradicionales han mostrado ser insuficientes para explicar la determinación actual del tipo de cambio. Sus límites se presentan aún mayores en un país subdesarrollado, dentro de un contexto de libre movilidad de capitales e integración comercial y financiera.

A la vez se acentúa lo que en la teoría convencional se denomina “el dilema cambiario”, donde se discute la pertinencia de los regímenes cambiarios en la medida que avanza el proceso de liberalización internacional de los movimientos de capitales, y se ha acentuado a partir de sucesivas crisis financieras, cambiarias y / o bancarias. Para este pensamiento el debate actual se centra en la discusión entre *regímenes intermedios* y *regímenes extremos (más flexibles, más fijos)*.

Ahora *todos* los tipos de cambio son potencialmente flotantes, en un entorno de liberalización de los movimientos de capitales. Anteriormente se centraba el análisis fundamentalmente en las balanzas comercial y de cuenta corriente, ahora existe un consenso de que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, desplazando el análisis del tipo de cambio de la teoría del comercio internacional al de las finanzas internacionales.

Es aquí, donde aparece una posible línea de investigación para el estudio del tipo de cambio en la actualidad, proveniente de lo que se ha llamado régimen de acumulación con predominio financiero denominada también *financiarización*.

Nuestro objetivo particular en el capítulo segundo, es *enfaticar* que *la financiarización del tipo de cambio* es concomitante al proceso de *financiarización de la acumulación mundial*. *En el centro del régimen de acumulación dominado por lo financiero se encuentra la divergencia entre el rendimiento económico del capital y el rendimiento financiero que realizan ciertos activos financieros, fortaleciéndose los criterios de rentabilidad financiera donde la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves se constituye en un objetivo en si mismo.*

Fue en Inglaterra, entre los años de 1925 a 1929, donde se presentó una trayectoria similar a la actual: “una tendencia al crecimiento de la esfera financiera – crecimiento acumulativo en la medida en que las ganancias que allí se efectúan requieren cada vez más liquidez – y

una tendencia a la reducción de la esfera productiva” (De Bernis, 1988:60). En ese momento a este proceso de crecimiento y estancamiento recibió el nombre de *financiarización*: existe una gran “abundancia de liquidez y reducción del nivel de inversión” (De Bernis, 1999:2).

La *financiarización* es usualmente identificada como uno de los rasgos característicos del capitalismo contemporáneo (Aglietta, 2001; Brener, 2004; Boyer, 2007; Chesnais, 2001). Eventualmente, F. Chesnais utiliza el término *financiarización*,<sup>2</sup> para sintetizar de forma rápida los procesos arriba señalados, pero cuya preocupación central es el de analizar el nuevo modo de funcionamiento sistémico del capitalismo mundial.

Generalmente a la *financiarización* se le ha definido como cambio cualitativo en la lógica de la acumulación de capital donde se impone el mandato de maximización del valor bursátil. A grandes rasgos, la inversión debe tomar en cuenta el objetivo de rentabilidad fijado por el mercado financiero, y ya no sólo las variaciones de la demanda de manera que “los horizontes de valorización muy cortos tienden a caracterizar el tipo de inversión propia del régimen de acumulación con predominio financiero” (Chesnais, 2001:293). Así se “puede generalizar una norma de rendimiento sin relación con la capacidad de génesis de ganancias por la economía real” (Boyer, 2007:108).

A pesar de que este fenómeno ha estado presente “de ninguna manera se sostienen que los fenómenos históricos se repitan, las estructuras del capitalismo son hoy en día muy diferentes como para que se pueda considerar una pura repetición” (De Bernis, 1987:28). Por ejemplo, Gérard de Bernis, llama la atención en el proceso actual con respecto al desarrollado en Inglaterra, donde el primero, es *diferente*, en tanto que “este fenómeno se desarrolla en la presente crisis con una intensidad infinitamente más fuerte ya que las mismas prácticas no atañen únicamente a la compra de acciones en la bolsa (las empresas llegaban hasta a prestar sus fondos de operaciones a los *brokers* quienes prestaban hasta 90% del valor de las acciones que cualquier “cliente” quería comprar en la bolsa) sino a la nueva compra de firmas enteras con un orden de 5% de sus valores, el *leveraged buyout*” (Bernis,1988:60).

---

<sup>2</sup> El tratamiento de la *financiarización* se puede encontrar en la literatura, cada vez con más fuerza, dentro de una gran variedad de textos de distintas trayectorias teóricas, entre otros, Astarita (2008); Bonnete, (2002); De Brunhoff (2001); Dore (2000); Dúmenil (2003); Epstein (2005); Felix (1998); Gill (2002); Guillén R. Arturo (2007); Guillén R. Héctor (2005); Ibarra (1998); Lapavistas (2009); Palazuelos (1998); Plihon (2003); Salama (2001) y Vidal (2002).

En fechas recientes, conforme se fortalecen los procesos de *financiarización*, se han generado diversos debates.<sup>3</sup> Su hipótesis se ha difundido en distintas versiones y para algunos este fenómeno parece obedecer a las leyes más generales del capitalismo, y no debería dar lugar a pensar en algún régimen de acumulación particular (Astarita, 2008:10). En términos generales el régimen de acumulación con predominio financiero no ha logrado estimular el crecimiento y mejorar el bienestar, además, la tendencia es hacia una mayor vulnerabilidad e inestabilidad entre los sistemas productivos locales y en su relación con la economía internacional, provocando *fragilidad financiera y riesgo sistémico*.

En resumen, los estudios de los procesos de *financiarización* reclaman una agenda de investigación de largo alcance (Chesnais, 2001 y 2003; Guillén, 2008; Guttmann, 1994). Tomando en cuenta cuál es su grado de desarrollo presentado en cada país, la reproducción de su capital y su vinculación con otros capitales de diversas esferas (Vidal, 2003). En algún sentido, el estudio de la *financiarización* de los tipos de cambio en México, es parte de este proceso de averiguación.

Como se menciona arriba, en el centro de las preocupaciones aparece la relación que guarda la esfera financiera y la esfera productiva con el proceso de acumulación, en el contexto de una crisis del modo de regulación.

Hoy una parte elevada de los ingresos que nacieron invariablemente en el sector productivo y en el intercambio de mercancías y de servicios, es captada o canalizada en beneficio de la esfera financiera, y transferida hacia ella, entre instituciones especializadas, y no tiene ninguna contrapartida a nivel de los intercambios de mercancías y de servicios, ni tampoco a nivel de inversión (Chesnais, 2001). Lo que no “quiere decir que no haya vínculos muy fuertes y, sobre todo, de un gran alcance económico y social, entre la esfera de la

---

<sup>3</sup> Estos debates se han abordado desde diferentes ópticas en distintas publicaciones, por ejemplo las páginas de *Critique Comunista* han seguido el intercambio entre Chesnais – Husson; o en *new left review*, donde ha seguido el dialogo entre Robert Pollin y Giovanni Arrighi. Para R. Boyer (2007) hasta ahora, la emergencia del *régimen de acumulación con predominio financiero* es incierta y difícil de establecer, si no es en Estados Unidos en los años 1990. Sin embargo para R. Astarita (2008:10). Bonete (2002) apunta que “este fenómeno parece obedecer a las leyes más generales del capitalismo, y no debería dar lugar a pensar en algún régimen de acumulación particular” “es una hipótesis ampliamente difundida en sus distintas versiones, pero sumamente problemática”. Pero este modo de regulación sólo ha generado más vulnerabilidad e inestabilidad entre los sistemas productivos locales y su relación con la economía internacional, provocando *fragilidad financiera y riesgo sistémico*; y no se ha convertido en un régimen predominante, su viabilidad y generalidad es dudosa; para algunos en el mejor de los sentidos representa una posible transición hacia un nuevo régimen de acumulación (Guillén, 2008) sin embargo “permanece como una pregunta sin respuesta, que necesita una agenda de investigaciones más precisa” (Guttmann, 1994:2).

producción y el comercio y la de las finanzas. La esfera financiera se nutre de la riqueza creada por la inversión y la movilización de una fuerza de trabajo con niveles de calificación múltiples” (Chesnais, 2001:23 – 24). En la actualidad se han multiplicado las formas de creación de capital ficticio, se trata de la creación de instrumentos artificiales de ampliación de la demanda efectiva. El adjetivo ficticio se refiere a que este capital no es parte integrante de las fuerzas productivas y por lo tanto, su precio no es una expresión de valor real creado en la economía, su precio se determina por otros factores relacionados con el nivel de los dividendos esperados, la tasa de interés, el tipo de cambio y la coyuntura de los mercados financieros.

Nuestra aportación a la agenda de discusión, es el de establecer una relación entre las actividades de la esfera productiva y las finanzas, por medio del estudio del tipo de cambio en un espacio económico determinado. En la hipótesis de trabajo se establece que *el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias de estabilidad, confianza y rentabilidad que reclaman los movimientos internacionales de capital.*

La intención de los dos últimos capítulos es presentar regularidades empíricas del proceso de *financiarización* en una economía subdesarrollada. Encontrando, por una parte, que en una dimensión de la *financiarización*, los espacios monetarios de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, traduciéndose en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales. Tal comportamiento se desarrolla con mayor fuerza a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación. Mientras que otra dimensión de la *financiarización* se reconoce cuando predomina el comportamiento especulativo sobre el comportamiento de empresa, motivado por un entorno macrofinanciero que favorece la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo.

Así, el capítulo tercero esta reservado para examinar una dimensión de la *financiarización* con el estudio de la gestión pública del comportamiento cambiario en México, analizando el tipo de cambio y la política cambiaria a través de la experiencia obtenida en los diversos

regímenes cambiarios adoptados, destacando la aparición de una nueva forma de articulación entre el tipo de cambio y la cuenta de capitales de la balanza de pagos inducida por la desregulación financiera y la liberalización de los mercados de capitales.

Nuestro objetivo particular del capítulo es el *demostrar que el tipo de cambio ha dejado de ser una herramienta de ajuste de la balanza de comercio exterior y de política industrial en el contexto de la liberalización financiera. En la actualidad encontramos que la gestión de la moneda se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno.*

En tal sentido, se muestran los distintos arreglos cambiarios con los cuales se ha experimentado en México, desde el tipo de cambio “fijo pero ajustable” que prevaleció en la época del RBW hasta el actual régimen de libre flotación (considerado como una flotación administrada o sucia) destacando que la actual combinación entre la libertad en el flujo de capitales y la flexibilidad cambiaria no siempre ha estado presente a lo largo de la historia. Se busca enfatizar el reemplazo en la definición del tipo de cambio donde se trastoca su función anterior, asociado como instrumento de crecimiento y del desarrollo de la demanda agregada.

Para lo cual se ofrece una revisión del tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios, abordando los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, mismos que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional; 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo y; 3) la regla de Taylor.

Tenemos el interés de subrayar el papel asignado a los bancos centrales. El banco central se presenta como “guardián de la estabilidad financiera”, lo que supone un cambio en la política monetaria (Boyer, 2007:107). Por lo que en los años recientes “la tendencia de los bancos centrales de países centrales y de países emergentes es concentrarse en una sola prioridad, que es estabilizar los influjos de capitales” (Toporowski, 2005:226) lo que revela que “hoy en día los Estados no disponen de un poder para administrar la moneda” (De Bernis, 1978:60). En particular, a raíz de la crisis económica de finales de 1994 en México, Banxico, emprende un papel clave en el ámbito de la política monetaria donde su principal contribución al desempeño macroeconómico es la disminución de la inflación y el garantizar divisas suficientes, a través de la acumulación de reservas internacionales.

Así, el papel del banco central en su carácter de autónomo se concentra entonces en un objetivo básico: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, que hoy aparece bajo el esquema de objetivos de inflación llamado también regímenes de metas de inflación (inflation targeting) donde el gobierno establece un escenario de estabilidad macroeconómica que facilite el logro de la meta inflacionaria. La autonomía de la banca central y un régimen de flotación aparecen como dos condiciones *sine quanon* para que la política monetaria opere bajo un esquema de objetivos de inflación. Desde 1999 la política monetaria de México se conduce oficialmente bajo un esquema de objetivos de inflación, sin embargo sus condiciones operan desde 1994.

Bajo este enfoque la gestión de la moneda se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno. En más de un sentido, para los países subdesarrollados significa la “renuncia al derecho a tener una política de desarrollo” (Furtado, 2007:25).

Siguiendo el objetivo del capítulo anterior, en el capítulo cuarto la idea es mostrar una forma de contribuir a la prueba de hipótesis analizando otra dimensión de la *financiarización*. El objetivo particular de este capítulo *es el de mostrar la forma como operan las grandes empresas, sus tesorerías en la construcción de sus beneficio. En la actualidad en las grandes empresas predomina la preferencia por la liquidez que el de la inversión productiva.*

Para ello se examinará el comportamiento de las tesorerías de algunos de los grandes grupos de capital privado con origen en México. En la estrategia de expansión de estos grupos, que tanto son propiedad de inversionistas del país, como permiten la participación de capital externo en sus empresas, manejaron sus tesorerías para la construcción de su beneficio combinando el entorno que genera la apertura y liberalización financiera con una situación macroeconómica local, que expresa a través de la política monetaria, la necesidad de garantizar la sustentabilidad en la transferencia de rentas financieras.

Esto es, las tesorerías son operadas considerando la política monetaria ejecutada desde el banco central como las condiciones que propicia los movimientos internacionales de capital, es decir, se aprovechó de la combinación entre expansión de la oferta de dinero y crédito mundial y de una política monetaria – cambiaria operada desde la banca central orientada a reducir la inflación y mantener altas reservas internacionales a fin de salvaguardar la estabilidad cambiaria y la convertibilidad de la moneda a la paridad

cambiaria existente. Es aquí donde las paridades aparecen como un espacio de negocios financieros para todo tipo de intermediarios financieros.

A partir de ese momento predomina, cada vez más, el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades. El tipo de cambio se convierte en un objeto más de especulación y en su determinación se imponen criterios de rentabilidad financiera. Hoy es posible señalar que los tipos de cambio en una economía subdesarrollada como la nuestra, son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, y que en dicha determinación resultan decisivas las expectativas volátiles de los inversionistas de los mercados cambiarios. Las paridades aparecen como espacio de disputa de rentas financieras.

Se percibe que a partir de un contexto de libre movimiento de los flujos de capital, el tipo de cambio deja de depender hasta cierto punto de los movimientos de mercancías, por tanto del déficit comercial o de los diferenciales de inflación, en síntesis, se trata de la *financiarización* de los tipos de cambio.

## CAPÍTULO PRIMERO

### TEORÍAS DOMINANTES DE LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO <sup>4</sup>

Desde la teoría dominante, los enfoques prevalecientes sobre la determinación del tipo de cambio se encuentran estrechamente asociados con los mecanismos de ajuste de la balanza de pagos a través del enfoque de flujos o tradicional y del enfoque de activos o moderno. Aunque existen también otros enfoques adicionales, los anteriores constituyen los llamados enfoques clásicos de la balanza de pagos y en ellos se basan los principales intentos desde la teoría dominante en el estudio sobre la determinación de los tipos de cambio.

Existen también un conjunto de modelos que centran su atención en las explicaciones de las *variaciones* de los tipos de cambio. El fundamento teórico de esta preocupación está en una familia de modelos macroeconómicos que comparten una base común. En el corazón de esta familia está el modelo Mundell – Fleming, de donde se derivan los llamados nuevos modelos clásicos y keynesianos para economías abiertas, que sostienen que la balanza de pagos tiende siempre al equilibrio y el caso típicamente considerado es el de la movilidad perfecta de capitales.

Actualmente, las principales teorías son: la teoría de la paridad del poder adquisitivo, la de la balanza de pagos, la de la paridad de los tipos de interés, mientras que entre los modelos se encuentran: los monetaristas, los de equilibrio de cartera y los de expectativas racionales. Otros más se agrupan bajo el llamado “dilema de la estabilidad”, que tiene como referente el llamado “trilema” que sostiene que un país no puede al mismo tiempo tener un tipo de cambio fijo, política monetaria y movilidad de capitales. A partir de las recientes crisis financieras han tomado relevancia novedosas técnicas de predicción de su comportamiento, entre ellos se encuentran el enfoque de contagio y el de comportamiento de rebaño. Para algunos investigadores, a pesar de los aportes realizados y de la evidencia favorable obtenida en los primeros estudios realizados bajo la teoría dominante, numerosos trabajos posteriores arrojan bastantes dudas acerca de su relevancia a la hora de explicar la

---

<sup>4</sup> Para desarrollar esta tradición, consagrada por los manuales utilizados en la enseñanza de la macroeconomía abierta y de las finanzas internacionales, consultamos entre otros a: Levi (1997); Appleyard y Field (2003), Krugman y Obstfeld (2001); Fernández et al., (1993 y 1999); Edwards (1998) y Cuadrado et al., (1995 y 2001). También seguimos la exposición que realiza J. Puyana en diversos textos, principalmente en Puyana (2005; 2002 y 2002b). En lo referente al problema sobre “el dilema de la estabilidad” consultamos a Bajo y Sosvilla (1993); García (2002) y Bajo (2002).

evolución reciente de los tipos de cambio, en un entorno de volatilidad y libre movilidad de capitales, más aún, sus intentos parecen insuficientes cuando se trata de explicar el comportamiento cambiario en un país periférico.

En lo que resta del capítulo se presentan y se evalúan de forma resumida las principales aportaciones de la literatura convencional sobre la determinación de los tipos de cambio, señalando algunas de sus limitantes en cuanto a su poder explicativo en las condiciones actuales de libre movilidad de capitales. En particular, se examina los llamados enfoques clásicos de la balanza de pagos que son el enfoque de elasticidades, el enfoque de la absorción y el enfoque monetario, agrupados en el llamado enfoque de flujos o tradicional y el denominado enfoque moderno o de mercado de activos.

Como parte de la revisión desde la teoría dominante, también se analizan y evalúan las aportaciones teóricas de la paridad del poder adquisitivo y la paridad de la tasa de interés en el estudio de las determinantes cambiarias y desde el terreno empírico se hace hincapié en lo que se ha definido como “el dilema de la estabilidad”. Se ha señalado que en la teoría del poder adquisitivo se encuentra la génesis de los intentos por explicar la determinación de los tipos de cambio, mientras que la teoría de la paridad de las tasas de interés se basa en el arbitraje en los mercados financieros, donde se considera al tipo de cambio como el precio de un activo. Finalmente, en el “dilema de la estabilidad” se discute la pertinencia de los regímenes cambiarios en la medida que avanza el proceso de liberalización internacional de los movimientos de capital.

## 1.1 DEFINICIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Generalmente parte de la literatura económica considera al tipo de cambio como un precio relativo asociado a la existencia de economías abiertas con diferentes monedas y en ese sentido un medio de interacción entre ellas.

El tipo de cambio (tc) puede ser nominal (tcn) o real (tcr). El primero se define como el número de unidades de moneda local por unidad de moneda extranjera o alternativamente como el precio de una unidad de moneda extranjera en términos de moneda local, es decir, expresa una relación de monedas en términos nominales,  $tcn = \frac{ip^*}{ip}$ , en donde  $ip^*$  es un

índice de precios externos e  $ip$  es un índice de precios locales. Se considera que las variables que lo determinan, son aquellas que están íntimamente ligadas a las condiciones existentes en los mercados financieros, “resumiéndose las interacciones entre todas estas variables en la paridad de las tasas de interés” (Katz, 1988:7 – 18).

Existen varias definiciones del tipo de cambio real (tcr). Harris (1994) enumera cinco, sin contar las múltiples variantes de algunas de ellas. Entre la más frecuente dentro de la literatura teórica esta la llamada *definición de Chicago* (Williamson, 1994:2). Esta definición adopta el marco de una economía que produce y compra dos tipos de bienes. En ella se reagrupan los bienes no comerciables y los bienes comerciables, es decir, los bienes locales, que están en competencia con los bienes producidos en el exterior, y todos los bienes en competencia con los bienes producidos en el exterior, ya sea en el mercado local o en los mercados de exportaciones. Por lo que se dice que el tcr,<sup>5</sup> es recomendable para el análisis de las relaciones externas de un país y de la capacidad de compra que tiene en los mercados foráneos. En general, éste corresponde al tipo de cambio nominal que se ajusta en términos de la relación de los precios internos y externos,  $tcr = \frac{tcn \ ip^*}{ip}$ .

---

<sup>5</sup> Se apunta que entre los principales determinantes del tipo de cambio real están los términos de intercambio, los flujos de capitales, la estructura y grado de apertura comercial de la economía y el nivel de ingreso real.

Siguiendo a esta línea del pensamiento económico, el tcr <sup>6</sup> es una medida que se aproxima a la situación de competitividad internacional de la moneda nacional, ya que proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra, estimado por los costos en moneda nacional o por los precios de un país respecto a los del resto del mundo. <sup>7</sup> Las alteraciones del primero, modifican al segundo. Cuando el tcn, disminuye se dice que se ha producido una apreciación (revaluación) <sup>8</sup> de la moneda local, provocando un crecimiento negativo en el tcr. Por el contrario, si aumenta, ha ocurrido una depreciación (devaluación) de la moneda doméstica, en donde el tcr experimentará un crecimiento positivo. Una disminución (aumento) del tcn es equivalente entonces a una apreciación (depreciación) de la moneda doméstica.

Siendo así, una depreciación o devaluación del tcn es un incremento de su valor, es decir, un incremento de la relación moneda nacional / moneda extranjera, que significa una pérdida del valor de la moneda local relativo a una extranjera o canasta de divisas. Mientras que una depreciación del tcr, significa su incremento, donde figuraría una reducción del poder adquisitivo de la moneda local.

Se destaca que “no es una exageración decir que el comportamiento del tcr ocupa ahora un papel central en la evaluación y elaboración de la política económica” (Edwards, 1989: 75 – 110). Por ejemplo, como se mostrará en el capítulo tercero, en México los flujos de capital externos han determinado en gran medida el diseño y ejecución de la política monetaria, donde la estabilidad relativa del tipo de cambio nominal se sostiene en la permanente apreciación de la tasa real. Una moneda apreciada, representa un incentivo adicional para la inversión extranjera de cartera ya que asegura que la tasa de retorno real de los activos denominados en moneda nacional que los extranjeros adquieren y mantienen

---

<sup>6</sup> Se sostienen que sus variaciones tiene importantes efectos sobre diversas variables de la economía, destacando el comercio exterior, la estructura de la producción y el gasto agregado, la inflación, los salarios reales, las tasas reales de interés y el crecimiento económico (Katz, 1988:14).

<sup>7</sup> Un análisis de las ventajas y límites que presenta la metodología para calcular el tipo de cambio real a través de los costos unitarios o utilizando índices de precios, la ofrece J. Guzmán (1994: 596 – 601).

<sup>8</sup> Dornbusch y Fischer (1990:197-200), Cuadrado (1995:369 – 372), y Krugman y Obstfeld (2001:501 – 517) señalan que en sentido estricto para el caso de un régimen de tipo de cambio fijo se usan los términos devaluación y revaluación, mientras que para un régimen de tipo de cambio flexible o de flotación, se utiliza depreciación y apreciación, respectivamente. Sin embargo, señalan que como no existe una diferencia económica fundamental entre los términos es común la utilización indistinta, a lo más existe una “sutil diferencia” (Krugman y Obstfeld, 2001:516). Estos términos describen el sentido en el que evoluciona el tipo de cambio. Sin embargo, para los dos últimos investigadores los primeros términos se producen por una decisión política (del gobierno) y no en virtud del libre funcionamiento de las fuerzas del mercado, que sería el caso de los segundos.

en sus portafolios excede a la tasa de retorno real que perciben los residentes nacionales. Con un tipo de cambio apreciado, los inversionistas foráneos, al repatriar eventualmente sus activos líquidos, no habrán sufrido erosión en términos de dólares.

## 1.2 ENFOQUE DE FLUJOS O TRADICIONAL

Anteriormente, durante la vigencia del RBW se planteaba que las transacciones comerciales eran en gran medida las determinantes en el comportamiento cambiario ya que se consideraba que los flujos internacionales de capital se encontraban regulados.<sup>9</sup>

Durante esa época los planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio estaban estrechamente asociados con los diversos enfoques que se tenían sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos, cuyo componente principal era la balanza comercial, mientras que las transacciones en servicios y los flujos de capital no ocupaban un lugar trascendental. En estos modelos el sector externo de un país estaba constituido en su totalidad por su cuenta corriente. Es importante destacar que la mayoría de estos enfoques “fueron formulados con referencia a las características propias de economías industrializadas y desarrolladas, y no de países en desarrollo” (Puyana, 2005:365).

Dentro del enfoque de flujos se destacan el enfoque elasticidades y el de absorción, que derivan de la macroeconomía keynesiana, donde se sostiene que son las variaciones en el nivel de producción e ingreso, resultantes de los cambios en la balanza de pagos, son las fuerzas que posteriormente incide de nuevo en la misma, asegurando mediante un proceso iterativo el desplazamiento hacia un eventual equilibrio. Estos enfoques corresponden fundamentalmente al periodo que cubre las décadas de los cincuenta y sesenta del siglo pasado, caracterizado por escasos movimientos de capitales.

---

<sup>9</sup> En el RBW se presuponía tipos de cambio fijos con paridades ajustables acompañados con controles a la libre movilidad de capitales, regulación de los mercados financieros locales, bajos tipos de interés reales y bajos niveles de endeudamiento privado, y en general un grado de estabilidad financiera sin precedentes históricos. Para algunos investigadores dichos acuerdos permitieron la estabilidad del tipo de cambio, tasas de inflación moderadas y bajo desempleo. Lo que contribuyendo a una considerable liberalización y crecimiento del comercio internacional influyendo en que la economía mundial tuviera un crecimiento económico sostenido aunque fluctuante.

## 1.2.1 ENFOQUE ELASTICIDADES

Originalmente este enfoque, también llamado de precios relativos, trata de dar respuesta a la siguiente pregunta: *¿Qué condiciones deben de cumplirse para que una devaluación restablezca el equilibrio de la balanza comercial?* Esto es, que condiciones son necesarias para que una alteración del tipo de cambio ejerza una influencia positiva sobre la balanza comercial, para que una devaluación impacte favorablemente a la balanza comercial.

Este enfoque es una versión de equilibrio parcial de un modelo estándar de dos países (nacional y extranjero) y dos bienes (exportaciones e importaciones) donde se evalúa el efecto del tipo de cambio real en el comercio exterior, se espera que una subvaluación de él permita disminuir el déficit comercial e incluso lograr un superávit.

El mercado de divisas es un mercado similar al de cualquier otro bien y el tipo de cambio de una moneda, en consecuencia, estaría determinado por la oferta – flujo y la demanda – flujo de dicho mercado. Por lo que el enfoque centra su atención en el impacto de una devaluación en el saldo en cuenta corriente, bajo el contexto de un régimen de cambios fijos. Se considera que es la variación del tipo de cambio, *ceteris paribus*, la que influye más directamente sobre los precios de las exportaciones y las importaciones y, consiguientemente, sobre de la balanza comercial, provocado por un efecto en la competitividad de forma positiva. Esto es que, al incrementar los precios de los bienes importados se esperaría la reducción de su volumen, por tanto, una mejora de la competitividad económica.

Para que la devaluación constituya un mecanismo efectivo que corrija déficits persistentes en la cuenta corriente, se requiere que dicha cuenta sea significativamente elástica a las variaciones en el tipo de cambio, solo así la variación del tipo de cambio ejercería efectivamente una influencia positiva sobre la balanza comercial. En el corto plazo, la devaluación era considerada como una decisión de política económica, sin embargo, se señala que desde una perspectiva de mediano o largo plazo, una depreciación no puede ser lograda por decreto.

En este sentido, destaca la conocida condición de **Marshall – Lerner**, para obtener resultados positivos de una devaluación. En su versión simple, el modelo establece las siguientes relaciones:

$$B = pX - M \quad (1)$$

Donde:

$B$ : Saldo de la balanza comercial medida en divisas extranjeras.

$X$ : Valor de las exportaciones (en moneda nacional).

$M$ : Valor de las importaciones (en moneda extranjera)

$p$ : Tipo de cambio (divisa / moneda nacional)

y partiendo de una situación inicial de equilibrio, una devaluación ( $\nabla p$ ) mejorará la balanza comercial si  $dB/dp < 0$ . Diferenciando con respecto a  $p$  la ecuación (1) se tendrá:

$$\frac{dB}{dp} = X + p \frac{\delta X}{\delta p} - \frac{\delta M}{\delta p} \quad (2)$$

que también puede escribirse así

$$\frac{dB}{dp} = X \left[ 1 + \frac{p}{X} \cdot \frac{\delta X}{\delta p} - \frac{\delta M}{\delta p} \cdot \frac{p}{M} \cdot \frac{M}{pX} \right] \quad (3)$$

Dado que la elasticidad de la demanda de importaciones del país que devalúa  $\eta_m$ , y que la elasticidad de la demanda de importación del país o países restantes (o de exportación del país que devalúa),  $\eta_x$ , puede definirse de la forma siguiente

$$\eta_m = \frac{p}{M} \cdot \frac{\delta M}{\delta p} > 0 \quad ; \quad \eta_x = \frac{p}{X} \cdot \frac{\delta X}{\delta p} < 0 \quad (4)$$

sustituyendo (4) en (3) tendremos

$$\frac{dB}{dp} = X \left[ 1 + \left( \eta_x - \eta_m \cdot \frac{M}{pX} \right) \right]$$

de donde se deduce que

$$\frac{dB}{dp} < 0 \longrightarrow |\eta_m| \frac{M}{pX} + |\eta_x| > 1$$

Así, para una situación inicial de equilibrio externo ( $M = pX$ ), resulta que  $dB/dp < 0$  se ha de cumplir que las elasticidades del precio de la demanda de exportaciones y de importaciones sea superior a la unidad.  $|\eta_m| + |\eta_x| > 1$

Que es la bien conocida *condición Marshall-Lerner*, ( $M - L$ ), que establece que si la balanza por cuenta corriente se encuentra inicialmente en equilibrio, una depreciación real de la moneda da lugar a un superávit de cuenta corriente, si la suma de las elasticidades respecto a los precios relativos de las demandas de exportaciones e importaciones es superior a la unidad. (Krugman y Obstfeld, 2001:498). Se destaca el efecto de la curva  $J$ , el cual sucede debido a que la  $M - L$ , sólo se cumple a largo plazo, con lo que la devaluación empeora a corto plazo la balanza comercial, mejorándola a largo.

La explicación que se ofrece es que si bien los tipos de cambio se ajustan instantáneamente, se produce un rezago en el tiempo que consumidores y productores se toman para ajustarse a los cambios en los precios relativos. Se señala entonces, de acuerdo a este efecto, los volúmenes de importación y exportación no varían mucho a corto plazo, de forma que el país que devalúa recibe menos ingresos por exportaciones y gasta más en importaciones, lo que deteriora su balanza comercial. Sin embargo, tras unos meses, las exportaciones comienzan a aumentar y las importaciones a disminuir, por lo que dicha balanza mejora y tiende al superávit (Krugman y Obstfeld, 2001:498).

Algunas restricciones que se han señalado al enfoque de elasticidades son que la balanza está inicialmente en equilibrio, y que las ofertas de las exportaciones y las importaciones son infinitamente elásticas con relación al tipo de cambio real (a fin de que los precios relativos sean alterados únicamente por variaciones en el tipo de cambio, y no por variaciones en la demanda) se estima que la balanza comercial está evaluada en términos de bienes comerciables y bienes no comerciables. Además, de prescindir de movimientos de capital, fluctuaciones en las tasas de interés, y variaciones en la oferta monetaria.

También se dejan de lado los efectos secundarios en los niveles de precios y de ingreso. Por lo que su principal crítica es que se trata de un modelo de equilibrio parcial, ignorándose, así, las relaciones existentes entre los tipos de cambio y algunas variables básicas como la tasa de interés, la inflación, la oferta monetaria, entre otras. Condiciones difíciles de obviar, en el contexto actual.

## 1.2.2 ENFOQUE DE ABSORCIÓN

Para algunos, el enfoque de absorción *constituye una forma más fructífera que el enfoque elasticidades*, ya que ofrece un marco más general. Trata de responder a la siguiente pregunta: *¿Cuál es el efecto de una devaluación sobre la balanza de bienes y servicios del país que devalúa?*

El punto de partida de éste enfoque es la identidad contable entre las exportaciones netas de un país y la diferencia entre producción y gasto globales de sus residentes. Este enfoque centra su análisis sobre todo en los agregados económicos típicos del análisis Keynesiano. El núcleo del enfoque de absorción es la proposición de que toda mejoría de la balanza de pagos requiere un incremento de ingreso sobre el total de los gastos nacionales. Así, la respuesta que da este enfoque se construye en torno a las relaciones entre el gasto y la renta; y en las de ambas variables con los niveles de precios.

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$Y = A + B$$

Siendo **B** el saldo de la balanza por cuenta corriente y **A** el gasto interno agregado, al que se llama « absorción »

$$A = C + I + G$$

$$B = X - M$$

de donde

$$B = Y - A$$

Lo anterior implica que el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre la producción y el nivel de absorción interno. El nivel de producción (ingreso) sería la determinante principal de la absorción, y esta última determinaría la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, la absorción también sería función de otras variables, dentro de las cuales el nivel de precios internos jugaría un papel importante. En general, los cambios en la cuenta corriente pueden expresarse como:

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A$$

Así, puede verse que si la economía se encuentra operando a niveles menores a la plena utilización de los recursos, entonces es posible mejorar la cuenta corriente aumentando el nivel de ingreso en una mayor cuantía que el nivel de absorción. Pero a pleno empleo, solamente reducciones en el nivel de absorción podrían mejorar la cuenta corriente.

Coiteux (1999) considera que los enfoques de elasticidades y de absorción son complementarios, ya que al combinar los dos enfoques, “llegamos a la vez a explicar las variaciones del tipo de cambio real y a comprender su función. La síntesis de los dos enfoques constituye así un modelo de equilibrio general”.

Sin embargo, algunos investigadores apuntan que las bases y los argumentos sobre los que se construye el enfoque de flujos (elasticidades y absorción) se han modificado totalmente, tal pareciera que su objeto de análisis ha quedado rebasado ante la integración de los mercados financieros y la libre movilidad de capitales, situaciones que han configurado un contexto muy distinto al existente en etapas anteriores en el funcionamiento de la economía mundial, provocando que sus supuestos aparezcan alejados de toda realidad (Appleyard y Field, 2003; Cuadrado et al., 2001)

Así, se considera que el comercio de mercancías y servicios, durante muchos años recibió la mayor atención al analizar el mercado cambiario, ahora el crecimiento reciente del volumen de transacciones de activos en moneda extranjera es tan grande, que se estima que estas transacciones claramente dominan el mercado de divisas actual.

Lo que ha llevado a sostener que las distintas teorías dentro del enfoque de flujos, no existe la certeza de afirmar que alguna de ellas sea la que tenga un mayor poder explicativo (De la Dehesa, 2002). La utilidad efectiva de estas teorías sobre la determinación del tipo de cambio es hoy en día bastante relativa, ya que se refieren fundamentalmente a las balanzas comercial y de cuenta corriente (Eatwell y Taylor, 2000). En este sentido, para Robert Solomon (2000:221), los determinantes de los tipos de cambio, en la actualidad, se han modificado. Ahora, “es menos probable que éstos se vean afectados por desequilibrios en la cuenta corriente”.

Se plantea como una necesidad estudiar el peso de los flujos de capital para establecer su influencia en el tipo de cambio. Para Harris G. (1994) Eatwell y Taylor, (2000)

actualmente, en la determinación del tipo de cambio, *el problema básico parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio determinados en los mercados financieros y las variables reales que determinan el comercio internacional y los niveles de inversión*. En términos de J. Toporowski (2002:15 – 16) “una teoría realista sobre los tipos de cambio debe de considerarlos como variables que afectan a las ventas e ingresos corporativos, con impactos mínimos en la producción, en vez, de afectar la distribución del comercio mundial en concordancia con la teoría de las ventajas comparativas.”

### 13 ENFOQUE DE MERCADO DE ACTIVOS O MODERNO

Es en el enfoque de activos o moderno donde se pone énfasis en la cuenta de capitales bajo perfecta movilidad de capitales para estudiar la determinación del tipo de cambio. Entre los modelos que integran al enfoque de activos se encuentran el de *equilibrio de cartera* (sustituibilidad imperfecta de activos) y *monetario* (sustituibilidad perfecta de activos y paridad no cubierta de intereses). Éste se divide en dos, *monetario con precios flexibles* y *monetario con precios rígidos* (overshooting).

El modelo monetario, entre la literatura teórica de esta tradición, se encuentra entre los más populares. Como lo han subrayado numerosos autores, el modelo monetario de determinación del tipo de cambio es fundamentalmente una extensión a la economía abierta de la teoría cuantitativa del dinero. Dos hipótesis son asociadas a éste modelo: la paridad del poder adquisitivo y la paridad de las tasas de interés. Algunos investigadores consideran sus hipótesis como bastante restrictivas, apuntan que la evidencia empírica que se ha acumulado es tan desfavorable a las dos hipótesis que recomiendan abandonarlas para estimar el tipo de cambio real (Macdonald, 1995). De ahí, como se expondrá más adelante, existe un consenso en señalar la inutilidad del modelo monetario de determinación del tipo de cambio, sus límites se presentan aún mayores, si se quiere evaluar en su aplicación a los países periféricos.

### 1.3.1 PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO, PARIDAD DE LAS TASAS DE INTERÉS, MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y EL TIPO DE CAMBIO COMO UN ACTIVO FINANCIERO

Se ha señalado que la teoría de la paridad del poder adquisitivo <sup>10</sup> (PPA) se encuentra en la génesis de los intentos por explicar la determinación de los tipos de cambio. Se encuentra estrechamente asociada con la evolución de la balanza comercial (y la cuenta corriente), y su fundamento es el arbitraje en los mercados de bienes, con la idea del precio único en el mercado mundial. En su forma más elemental, se establece que si una determinada “canasta de bienes” puede adquirirse en Estados Unidos por  $X$  dólares y en México por  $Y$  pesos, puede decirse que  $X$  dólares tienen igual poder adquisitivo en Estados Unidos que  $Y$  pesos en México, y por tanto la relación  $X/Y$  determina el tipo de cambio en equilibrio. Se constituye una relación estrecha entre el valor interno y el externo de una moneda, medido el interno por el nivel de precios y el externo por el tipo de cambio. Esta teoría se presenta en dos versiones, la absoluta y la relativa.

La versión absoluta sostiene que el tipo de cambio entre dos monedas cualesquiera es tal, que el poder de compra de ambas es el mismo en ambos países. En otras palabras, el tipo de cambio se establece a partir de la relación de precios. La versión relativa dice que, tomando como referencia algún año base, el tipo de cambio debe evolucionar según los diferenciales de inflación entre los países.

Sin embargo, para Bajo Sosvilla (1993:177 – 179) en general, la evidencia existente parece sugerir que, si bien podría aceptarse a grandes rasgos el cumplimiento de la PPA en la década de los veinte, cuando se utilizan datos referidos al actual periodo de flotación los resultados obtenidos son mucho más desfavorables. Se sugiere que en el mejor de los casos la PPA podría considerarse una relación de equilibrio entre precios y tipo de cambio a la que se tendría a largo plazo. En tal caso podría considerarse como un indicador útil sobre la dirección que seguirán los ajustes del tipo de cambio en el largo plazo y no una teoría que

---

<sup>10</sup> Para algunos autores la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) se encuentra en la génesis de los intentos por explicar las variaciones de los tipos de cambio, remontándose su origen a la denominada Escuela de Salamanca en el siglo XVI, pero fue hasta los siglos XVIII y XIX, donde despierta un renovado interés por esta hipótesis, que adquiere un nuevo relieve (y el nombre por el que la conocemos en la actualidad) a comienzos del siglo pasado con las aportaciones de Cassel (Ontiveros et al.,1991).

explicase estrictamente la determinación del tipo de cambio a partir de precios relativos.<sup>11</sup>

Para J. Puyana (2005:376), no obstante las innumerables críticas a las que ha sido sometida esta teoría, su persistencia ha sido tenaz. Para utilizar las palabras de R. Dornbusch (1981:12) “es una de esas regularidades empíricas que son lo bastante ciertas a través de largos periodos de tiempo como para recabar nuestra atención, pero de las que surgen desviaciones lo bastante importantes a corto plazo”.

Mientras que la teoría de la paridad de las tasas de interés se basa en el arbitraje en los mercados financieros, donde se considera al tipo de cambio como el precio de un activo. En ella se sostiene que existe una relación de causalidad que va de la tasa de interés al tipo de cambio. La idea del arbitraje es que en condiciones de equilibrio los precios de los activos financieros son tales que los inversores están igualmente dispuestos a comprar cualquiera de ellos, por que sus rendimientos son iguales. Esto significa que son *perfectamente sustituibles*. La sustitución perfecta se define entonces como una situación en la cual 1) a los tenedores de valores les resulta indiferente poseer uno u otro activo y; 2) los rendimientos son iguales (Dornbusch, 1993:194).

El punto de partida es el llamado *efecto Fisher*, que puede formularse estableciendo que *la tasa esperada de cambio del el tipo de cambio es igual al diferencial internacional en las tasas de interés*. El *efecto Fisher* se presenta como una hipótesis *ex ante* basada en expectativas no sujetas a prueba directa. La paridad de la tasa de interés sustituye un tipo de cambio futuro, de carácter contractual dentro del mercado de cambios,<sup>12</sup> por el desconocido tipo de cambio esperado a futuro. Las diferencias observadas en las tasas de interés serían iguales al premio o descuento del tipo de cambio a futuro (*forward*) por sobre el tipo de cambio a la vista (*spot*).

---

<sup>11</sup> Conclusiones que se confirman en estudios más recientes que utilizan técnicas de cointegración, donde afirman que en el mejor de los casos, la PPA podría considerarse una relación de equilibrio entre precios y tipo de cambio a la que se tendería a largo plazo. La PPA no puede por si misma constituir una teoría de la determinación del tipo de cambio. Sin embargo, para E. Ontiveros et. al. (1991:91 – 104), “el cumplimiento o no de la PPA depende de una correcta elección del periodo base tomando como referencia el momento en el cual se supone que las dos monedas se encuentran en paridad”. Los autores presentan una metodología para sortear las dificultades de la PPA. Además existen varios trabajos que encuentran evidencia empírica para validar a la PPA, entre otros a C. Fraga (2001), F. Rodríguez (2000).

<sup>12</sup> Existen tres tipos de transacciones en el mercado de cambio: *spot*, *forward* y *swap*. El primero implica un acuerdo sobre el precio de hoy, con el intercambio (moneda por moneda) generalmente entre uno y dos días después. Las transacciones *forward*, por su parte, supone un contrato del precio hoy para un intercambio de las divisas en un futuro (desde una a dos semanas hasta uno a doce meses). Finalmente, un *swap* es una compra (venta) de moneda extranjera con el acuerdo simultáneo de recomprarlo (revenderlo) en un futuro.

Desde esta perspectiva, la explicación ortodoxa relaciona el tipo de cambio con la tasa de interés por medio de la llamada *condición de la paridad de intereses*. En general, este enfoque considera que el tipo de cambio es, en definitiva, el precio de un activo financiero.<sup>13</sup> Por tanto se considera que en el análisis y determinación del comportamiento cambiario deberán de considerarse conceptos e instrumentos similares a los utilizados para otros activos financieros (Dublosch, 1996). Así, la determinación del tipo de cambio estaría asociada a la formación del precio de un activo, aunque con características propias. Las múltiples opciones teóricas que se ofrecen dentro de este enfoque varían de acuerdo a los activos que se consideran, por su rentabilidad y riesgo, por tanto, por las expectativas de su valor futuro. Se destaca que los inversores son adversos al riesgo y pueden realizar predicciones racionales acerca de la evolución futura de los precios.

Una aproximación a la idea del tipo de cambio como precio de un activo puede representarse esquemáticamente en el siguiente modelo (Levich, 1985):

$$s(t) = X(t) + a \cdot [E_t s(t+1) - s(t)]$$

donde

$s(t)$ , es el logaritmo del tipo de cambio de equilibrio en  $t$ ,

$X(t)$ , representa el conjunto de condiciones económicas básicas que afectan al tipo de cambio en  $t$ ,

$E_t s(t+1) - s(t)$ , refleja la expectativa racional del porcentaje de cambio esperando entre  $t$  y  $t+1$  condicionando a la información disponible en  $t$ ,

$a$ , mide la sensibilidad del tipo de cambio a la variación esperada en el mismo.

En términos de  $s(t)$ , la anterior expresión se convierte en

$$s(t) = [1/(1+a)] \cdot X(t) + [a/(1+a)] \cdot E_t s(t+1)$$

Ahora bien, teniendo en cuenta cualquiera de las dos expresiones anteriores se concluye que  $s(t+1)$  depende de  $s(t+2)$ ,  $s(t+2)$  de  $s(t+3)$  y así sucesivamente. Por consiguiente, mediante un proceso de iteración hacia adelante se llega a la expresión

---

<sup>13</sup> Como ya se mencionó el modelo Mundell – Fleming se presenta como la nueva familia de modelos macroeconómicos que parten de esta tradición. El modelo Mundell – Fleming, está diseñado para integrar los flujos de capital en el análisis macroeconómico, de él se derivan los llamados nuevos modelos clásicos y keynesiano para economías abiertas.

$$s(t) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot E_t X(t+k)$$

mostrándose de esta manera que el tipo de cambio actual depende estrechamente del valor que se espera tenga en el futuro, que a su vez depende de las expectativas que se forman en el presente acerca de las variables susceptibles de influir en el tipo de cambio en el futuro.

De lo anterior se puede desprender que el tipo de cambio viene determinado fundamentalmente por componentes no anticipados, esto es, por la aparición de nueva información que sorprende al mercado. (Ontiveros et al., 1991:108)

La variación efectiva en el tipo de cambio  $s(t+1) - s(t)$  puede descomponerse en su componente esperado  $E_t s(t+1) - s(t)$  y en su componente no esperado  $s(t+1) - E_t s(t+1)$ .

Teniendo en cuenta el componente esperado puede escribirse como

$$E_t s(t+1) - s(t) = [1/(1+a)] \cdot [E_t s(t+1) - X(t)]$$

o bien

$$E_t s(t+1) - s(t) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot [E_t X(t+k+1) - X(t+k)]$$

El componente esperado de la variación en el tipo de cambio no es, pues, más que la suma ponderada de las variaciones futuras de las  $X$ 's. Por otra parte, el componente no esperado puede expresarse como

$$s(t+1) - E_t s(t+1) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot [E_{t+1} X(t+k+1) - E_t X(t+k+1)].$$

Por tanto, el componente no esperado está asociado a la suma ponderada de los cambios en las expectativas acerca de las  $X$ 's futuras como consecuencia de la nueva información que se recibe entre  $t$  y  $t+1$ .

El modelo descrito obviamente no queda cerrado hasta que no se especifiquen las  $X$ 's, en cuyo conjunto puede incluirse con generalidad las variables reales o monetarias (dependientes a su vez de otras variables económicas básicas) que, junto con las expectativas de los agentes económicos sobre sus valores futuros, condicionan la evolución del tipo de cambio (Ontiveros et al., 1991:108).

Existen dos grandes grupos de modelos dentro del enfoque de mercado de activos, diferenciados por los supuestos sobre la sustituibilidad entre los activos domésticos y

extranjeros. Al suponer que los mercados cambiarios los operadores arbitran *entre sólo dos activos*, los depósitos locales y los depósitos en el extranjero, entonces tratan de aprovechar cualquier diferencia, por mínima que sea, entre los rendimientos de ambos activos, para realizar beneficios.

Entonces, por un lado, está el grupo de modelos monetarios que suponen que estos activos son sustitutos perfectos, y que por tanto tienen el mismo riesgo, lo anterior implica que se cumple la paridad no cubierta de la tasa de interés. En estos modelos, el tipo de cambio se determina por el equilibrio en los mercados monetarios doméstico y extranjero. Por el otro, están los modelos de equilibrio de cartera, que consideran que los activos domésticos y extranjeros son sustitutos imperfectos. En este caso, la paridad no cubierta de intereses debe incluir un componente de riesgo.

En ellos se hace énfasis en la condición de equilibrio de stocks de la balanza de capital, donde se interpreta el déficit en cuenta corriente como el desfase intertemporal entre el ahorro y la inversión, es decir, a una diferencia en los niveles de rentabilidad entre los activos domésticos y los internacionales, los cuales permitirán aumentar los futuros niveles de crecimiento, donde si el déficit es un resultado de decisiones privadas de ahorro, este no debe preocupar. La preocupación debe estar colocada sobre el déficit del sector público. Según este enfoque, es el movimiento de capitales (como decisiones individuales sobre prestar y tomar prestado) lo que define el resultado de la cuenta corriente. En este contexto, el papel del tipo de cambio, es lograr el equilibrio entre el flujo de capitales y el balance de la cuenta corriente, donde el tipo de cambio no cumple ningún rol en la relación con el equilibrio de la balanza comercial (Dluhosch, 1996; Berkerman, 1999). En consecuencia en estos enfoques se señala que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

En tal sentido, son tres los aspectos a considerar dentro de este enfoque: 1) la concepción del equilibrio en términos de stock, 2) los factores reales afectarán al tipo de cambio en la medida que afecten a los mercados monetarios y, 3) la introducción de expectativas. Para el caso del modelo arriba citado de Levich (1985), las expectativas permiten expresar el tipo de cambio esperado en el futuro, en un momento dado, en función de las condiciones que en el futuro se espera que defina el mercado de activos y, por consiguiente, de la senda que se espera siga la oferta monetaria y las variables que determinan la demanda de dinero.

Por lo que se entiende que el tipo de cambio reflejaría las expectativas relativas a las condiciones económicas presentes y futuras relevantes que lo determinan, de forma que las variaciones serían en gran medida impredecibles y tendrían su origen en la nueva información que altera las expectativas presentes y futuras referidas a tales condiciones económicas (Félix, 1998; Appleyard y Field, 2003; Puyana, 2003b). Expectativas, que son establecidas por los inversionistas a nivel individual y tratan sobre “lo que todos los demás piensan en el mercado, que los demás piensan”, esto es, por medio de la psicología del mercado: la especulación.<sup>14</sup>

La especulación puede definirse como la actividad de prever la psicología del mercado, es decir, es descubrir lo que la opinión media cree que será la opinión media. Un inversionista está poniendo sus esperanzas, no tanto en el rendimiento probable de su inversión, sino en un cambio favorable en las bases convencionales de valorización. Al inversionista exitoso (especulador) le concierne anticipar lo que todos los demás en el mercado creerán que los demás creen; en lugar de centrarse en los determinantes fundamentales del mercado en cuestión, es una operación que no tiene otra finalidad que el beneficio que engendra, en este sentido, todo capital es potencialmente especulativo<sup>15</sup> (Keynes, 1997:144 – 145).

Siguiendo lo anterior, para Eatwell y Taylor (2000:12 – 13) al parecer el agente económico exitoso es aquel “que busca anticipar lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio.” El éxito en los mercados financieros no es lo que el inversionista individual considera que son las virtudes o lo contrario de cualquier activo financiero particular, y ni siquiera lo que la masa de inversionistas actualmente cree que son las virtudes de ese activo financiero. *Al inversionista exitoso le concierne establecer lo que todos los demás en el mercado creerán que los demás creen.* Para los investigadores, al estar los mercados dominados por esta “opinión promedio sobre lo que será la opinión promedio”, *entonces surge un premio enorme a cualquier información o señal que proporcione pistas sobre posibles virajes en dicha opinión promedio, cuando ocurren cambios en los eventos corrientes.* Sobre esta opinión promedio, es que están fincadas las expectativas.

---

<sup>14</sup> Algunos lo llaman *efecto especulativo*, que es provocado por compras anticipadas (de bienes y activos), al existir algún tipo de información sobre la futura medida del tipo de cambio y esperar, alguna modificación del nivel de precios, (Fernández, et al., 1999), se trata, simple y llanamente, de sacar partido de la modificación del precio de un activo (H. Guillén, 1997:873).

<sup>15</sup> La idea original se encuentra en Keynes (1997), a través de su célebre analogía entre las operaciones en los mercados financieros y ciertos “concursos de belleza” comunes en la prensa sensacionalista dominical de la Inglaterra de los años treinta del siglo pasado.

Se señala que la evidencia empírica existente del enfoque de activos es escasa y limitada, debido en gran parte al carácter bastante discutible de la misma ya que depende de la formación de expectativas en un entorno de incertidumbre (Puyana, 2003b), lo que hace a estos modelos, consistentes y lógicos, desde el punto de vista de su restringido marco teórico. Appleyard y Field (2003: 513 – 517), presentan un resumen de las pruebas empíricas sobre el enfoque de activos <sup>16</sup> (enfoques monetario y de la balanza de portafolio), donde sostienen que “existe una controversia sobre la validez de este enfoque (hasta ahora) ha sido relativamente poco el trabajo para probar el modelo de activos debido a las dificultades encontradas al relacionar los modelos teóricos con los datos del mundo real”. R. Dornbusch (1980:151) apunta que, al menos a partir de su prueba, hay “poca duda de que el enfoque monetario (...) es una teoría no satisfactoria de la determinación del tipo de cambio”. En algunos casos, se ha señalado, que el fracaso empírico de estos enfoques, no se debe a problemas de estimación, sino de especificación, esto es, originados en los propios supuestos de los modelos (Bajo y Sosvilla, 1993).

---

<sup>16</sup> Muestran las principales conclusiones de los trabajos de Junichi Ujiie (1978), Jacob Frenkel (1978), Rudiger Dornbusch (1980), McDonald y Taylor(1992), K. Domínguez y J. Frankel (1993), entre otros.

## 14 EL DILEMA DE LA ESTABILIDAD

En el terreno empírico la liberalización de las cuentas de capital de los últimos años y la sucesiva presencia de crisis financieras, cambiarias y / o bancarias, han provocado las recientes discusiones sobre el régimen cambiario en México y en las economías subdesarrolladas en general. La cuestión sobre la elección del régimen cambiario en estas economías ha vuelto a adquirir relevancia, pero a diferencia de los años setenta donde la polémica giraba entorno a la conveniencia de los sistemas de tipo de cambio fijo o flexible, el debate actual se centra en la discusión entre regímenes intermedios y regímenes extremos (*más flexibles o más fijos*).<sup>17</sup>

Algunos países subdesarrollados y economías emergentes, han adoptado recientemente regímenes intermedios (entre la paridad fija y la flotación). Para Stanley Fischer (2001), bajo las condiciones actuales, un mundo de movilidad de capital alta y volátil, este sistema llamado enfoque bipolar <sup>18</sup> no es viable.<sup>19</sup> Para el investigador, la tendencia muestra que la proporción de países que se vinculan a regímenes fijos e intermedios, ha disminuido paulatinamente, mientras los que adoptan un sistema más flexible han aumentado. En consecuencia, “el uso de los sistemas de tipo más flexible en las economías subdesarrolladas pasó del 8.8% de 1995 al 47.1% de 2000. En América Latina, la gestión de la política cambiaria mediante el sistema de libre flotación se multiplicó por 25% al pasar del 22.2% de 1995 al 55.6% de 2000” (Ripoll, 2006:51 – 52).

---

<sup>17</sup> Siguiendo la clasificación del FMI, en la actualidad se consideran tres grandes categorías de regímenes cambiarios: a) sistemas fijos más estrictos o *hard pegs*, b) regímenes intermedios o *soft pegs* y, c) sistemas más flexibles o *other managed float*. Los acuerdos fijos más estrictos incluyen a los países con *currency boards* y *dolarización*. La categoría de regímenes intermedios agrupa a países que operan con una gran variedad de acuerdos cambiarios, que incluyen las modalidades de tipo de cambio tradicionales (sistemas de tipo de cambio fijo pero ajustables vinculados a una sola divisa o a un cesta de divisas), bandas de flotación y los sistemas de flotación bruta. Finalmente, los sistemas más flexibles, llamados de libre flotación o de flotación pura, así como los de flotación intervenida (Ripoll, 2006:46).

<sup>18</sup> S. Fischer (2001) lo definió como regímenes entre la paridad fija pero con mayor flexibilidad y la flotación estrictamente controlada, en donde se busca conciliar la flexibilidad con la estabilidad. Algunos autores los llaman sistemas híbridos.

<sup>19</sup> Andrea Bubula e Inci Otker-Robe (2004), siguiendo a diversos autores llegan a otra conclusión. Los autores están a favor del sistema bipolar. Pare ellos, efectivamente, los países han ido abandonado regímenes intermedios, pero sólo aquellos que son más propensos a crisis, a favor de otros menos vulnerables. Su estudio, que es un análisis de las probabilidades estimadas de transición entre los regímenes de paridad fija, intermedios y de flotación de diversos países entre 1990 – 2001; no prueba que tiendan a desaparecer los regímenes intermedios. Situación que difiere Larraín y Velasco (2000:102), “no parece haber un régimen cambiario intermedio apropiado para los mercados emergentes. La fijación dura o el cambio libre serían las únicas opciones”. Para ellos, a este tipo de regímenes, se les aplica la “ley del medio excluido”.

La sugerencia es que “la mayoría de países deberían abandonar los *regímenes intermedios* en beneficio de los sistemas más extremos del espectro cambiario, como mecanismos para facilitar la gestión de la política monetaria y cambiaria en un contexto de creciente integración en los mercados internacionales” (Ripoll, 2006:54).

Al igual, se mantiene la idea que la adopción de un régimen cambiario a través de un consejo monetario, unión monetaria o dolarización, reduciría la vulnerabilidad de las economías subdesarrolladas. Donde las áreas monetarias óptimas aparecen como propuesta en un extremo. Para éstas, el costo de renunciar al uso del tipo de cambio como instrumento de política esta determinado por el grado de integración real de la economía y la movilidad de todos los factores de la producción. Esta discusión fue abordada anteriormente como el *teorema de la imposibilidad de Mundell*.

Fue R. Mundell (1968) que en los años sesenta, sostuvo que todo sistema de tipos de cambio confronta un “trilema”. Supuestamente, los objetivos básicos de cualquier país en la actualidad son tres, los cuales son irreconciliables si se tratan de obtenerse simultáneamente: una *política monetaria independiente* (autonomía de la política monetaria), que le permita gestionar los movimientos de su tasa de interés a fin de contrarrestar tendencias recesivas o inflacionarias, un *tipo de cambio relativamente estable* (estabilidad cambiaria) para evitar fluctuaciones erráticas en el valor de su moneda, y una *convertibilidad plena* (apertura financiera) de su moneda que permita el libre flujo en todas direcciones de mercancías y capitales. Se, concluye que un sistema monetario internacional no puede garantizar a la vez la autonomía de las políticas monetarias nacionales, un tipo de cambio fijo y la libertad de los movimientos de capital. Sólo si se renuncia a alguno de estos tres objetivos se pueden obtener, al mismo tiempo, los otros dos.

Ahora, se establece una condición necesaria para la formación de un área monetaria la presencia de economías integradas y convergentes, condición lejana para las actuales circunstancias y características de los países de América Latina. Por lo que algunos autores señalan que antes de pensar en una unión monetaria latinoamericana, los países que la forman tendrían que converger e integrarse en las esferas económica, financiera y comercial.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> Más aún, lo anterior no garantizaría que los problemas estructurales, como el desequilibrio de sus balanzas de pagos, se resolvería. El equilibrio externo de estas economías exige un cambio en su estructura productiva que les permita exportar productos con mayor elasticidades (ingreso y precio) de demanda (Mántey, 2004).

Se puede concluir que no existe acuerdo,<sup>21</sup> si los esquemas actuales en discusión sobre la determinación cambiaria sean factibles para respecto a las características de las economías de América Latina. A pesar de toda la discusión generada y de las cuantiosas propuestas consideradas como grandes planes, por lo menos hasta el momento, todo indica que ninguna de ellas resulta viable. Desde el terreno de la teoría dominante, lo anterior se ha abordado bajo lo que se denomina el “dilema de la estabilidad”, que recobra la discusión sobre las ventajas (desventajas) que ofrecen los regímenes de tipo de cambio flexibles *versus* fijos (ahora llamados *más flexibles* y *más fijos*). Siguiendo este punto de vista, en ambos regímenes se analiza la volatilidad actual, sin embargo, como se vera enseguida, dependiendo el arreglo cambiario elegido las consecuencias serían bastante distintas.

Para el tipo de cambio flexible, se estaría en un escenario de desaliniamientos, es decir, una volatilidad no relacionada por la evolución de las variables subyacentes generado por un alejamiento persistente y continuo en el tiempo con respecto a un tipo de cambio fundamental de equilibrio. Mientras bajo un régimen no flexible, la volatilidad generaría crisis cambiarias a través de la ruptura de un acuerdo o compromiso cambiario. En los arreglos flexibles se estudian los modelos sobre la microestructura de los mercados de cambio, identificando a: 1) chartistas y fundamentalistas y, 2) caóticos. Finalmente, en los regímenes rígidos, se examina la posible existencia de burbujas especulativas, agrupados en los modelos de primera y segunda generación, aquí se encuentran los modelos que buscan la estabilidad cambiaria y predecir la volatilidad, entre otros se encuentran, el enfoque de contagio y el de comportamiento de rebaño (Bajo y Sosvilla, 1993; García, 2002)

Durante la vigencia del RBW, el tratamiento teórico que se le daba al tipo de cambio fluctuante, suponía que los demás mantenían el suyo fijo, y se le consideraba como un caso excepcional (paridades fijas y ajustables). Las reglas de los tipos de cambio constituían entonces el núcleo central en RBW y el control de los capitales era señalada como una de sus piezas maestras. Ahora *todos* los tipos de cambio son potencialmente flotantes, en un ambiente de liberalización de los movimientos capitales. En este marco, los planteamientos

---

<sup>21</sup> Existe una gran variedad de trabajos que estudian de diferentes ópticas y corrientes de pensamiento económico este fenómeno, en particular sobre el estudio de los países en desarrollo véase a S. Edwards (1998); F. Larraín y A. Velasco (2000); F. Larraín (2005); C. García Fernández –Muro (2002); P. Bustelo et al., (2000); O. Bajo (2002); y E. Mendoza (2004). Para el caso de México véase a A. Chapoy (2004); G. Mántey (2004); y C. Ibarra (2002).

teóricos desde la teoría dominante aparecen poco relevantes al ser formulados en un entorno totalmente diferente.

Los determinantes del tipo de cambio se han modificado a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación. Ahora, el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias de estabilidad, confianza y rentabilidad que reclaman los movimientos internacionales de capital.

Ante este escenario, los estudios de la literatura convencional “se mueven más bien hacia el escepticismo respecto de los modelos macroeconómicos de los tipos de cambio y se repliegan hacia una investigación microeconómica sobre el comportamiento especulativo en los mercados cambiarios” (Brunhoff, 2001:52), por lo que “el análisis de las diferencias entre las previsiones y la evolución efectiva se ha convertido en uno de los temas de la literatura estadística y econométrica” (De Bernis: 1988:58). Lo anterior no hace sino demostrar “su incapacidad para construir una representación simplificada de la realidad, que reúne las incoherencias lógicas que la atraviesan y su manera de desmenuzar el mundo monetario sin relación entre ellos siendo que todos los agentes ejercen su poder y viven su conflicto en una realidad unificada por la evidencia” (De Bernis 1987b:480).

El mercado cambiario se ha transformado en mercado especulativo bajo un contexto de liberalización de los movimientos capitales. Se coincide que en la actualidad predomina el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades, por lo que se percibe que a partir de un contexto de libre movimiento de los flujos de capital, el tipo de cambio deja de depender hasta cierto punto de los movimientos de mercancías, por tanto del déficit comercial o de los diferenciales de inflación, en corto, se trata de la *financiarización* de los tipos de cambio.

En lo que sigue se trata de subrayar la determinación de las paridades bajo una modalidad específica que asumen en la actualidad las relaciones entre las finanzas, rentabilidad y la acumulación de capital. Para ello nos apoyaremos en el poder explicativo que puede ofrecer el régimen de acumulación con dominación financiera.

## CAPÍTULO SEGUNDO

### FINANCIARIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO: MODIFICACIÓN DE LA GESTIÓN DE LA MONEDA.

En los tiempos de la *financiarización* varios consensos que perduraron por décadas están siendo sometidos a replanteamientos, uno es el caso de los estudios teóricos que examinan la determinación cambiaria.

La *financiarización* toma una renovada relevancia a partir de los desequilibrios monetarios y financieros que desembocaron en el abandono del régimen basado en paridades fijas y ajustables por un sistema de libre flotación, lo que significó el fin del patrón monetario oro – dólar y con ello la conclusión de un periodo de crecimiento sostenido posterior a la segunda posguerra. Para algunos, los desequilibrios monetarios fueron una de las primeras manifestaciones de la *gran crisis* que se sitúa en los fines de la década de los sesenta, la cual puede ser caracterizada como *crisis del modo de regulación fordista*<sup>22</sup> (Boyer, 2007; Chesnais, 2001; De Bernis, 1988).

Como se mencionó en el capítulo anterior, durante la vigencia del RBW el tratamiento teórico que se le daba al tipo de cambio fluctuante, suponía que los demás mantenían el suyo fijo, y se le consideraba como un caso excepcional (paridades fijas y ajustables). Todas las monedas tenían una relación fija con el dólar, y el dólar a su vez mantenía una relación fija con el oro. Los tipos de cambio en relación con el dólar podían modificarse bajo circunstancias que el Fondo Monetario Internacional (FMI o Fondo en adelante)

---

<sup>22</sup> Para G. de Bernis (1988:36 – 37) la crisis de modo de regulación – la que algunos llaman “crisis estructural” otros “gran crisis” – se define como *la ruptura de la estabilidad estructural del proceso de acumulación*. Es completamente lo mismo hablar de ruptura del modo de regulación o de destrucción de la coherencia de los sistemas productivos nacionales”. Por modo de regulación se entiende al conjunto estructurado de procedimientos sociales utilizados por el capitalismo en cada fase de su desarrollo, para hacer frente a las contradicciones del proceso de capital. Cada modo de regulación históricamente establecido ha permitido al capitalismo resolver temporalmente las contradicciones inherentes a la reproducción ampliada del capital y alcanzar procesos durables y estables de crecimiento, por lo que la crisis de modo de regulación puede ser definida como *la ruptura de la estabilidad estructural del proceso de acumulación* (De Bernis, 1988). A lo largo de la historia del capitalismo, la teoría de la regulación ha caracterizado los siguientes regímenes de acumulación, llamados modos de regulación: a) el régimen de acumulación pretaylorista (característico del siglo XIX), b) el taylorista (1900 – 1930), el fordista (1940 – 1970) y c) la crisis del fordismo. Cuando los mecanismos asociados con el modo de regulación vigente resultan incapaces de cambiar los encadenamientos coyunturales desfavorables (Boyer, 2007).

consideraba como extrema y estaba concertada como una decisión de interés colectivo, donde los ajustes entre tipo de cambio y balanza de pagos se tomaban de manera conjunta sobre la base del diagnóstico de la fuente del desequilibrio de la balanza de pagos corriente. La razón de ser de los acuerdos era la voluntad de evitar los males que habían aquejado al mundo en el período de entreguerras y, especialmente la negativa experiencia de los años treinta (Aglietta y Moatti, 2002:89 – 96).

Hasta entonces, la norma aceptada era que las bases de un sistema de relaciones económicas equilibradas radicarían en definitiva en el equilibrio interno de cada uno de los países, basado en un control del lado de la demanda agregada. El tipo de cambio funcionaba como una herramienta de ajuste de la balanza comercial, se utilizaba para corregir el déficit de comercio exterior; por el contrario, cuando una cuenta corriente era superavitaria, se debería reevaluar su moneda.

Los tipos de cambios fijos pero ajustables se presentaban como un compromiso dentro del arreglo monetario del RBW, “era el arbitraje entre compromiso exterior y objetivos macroeconómicos internos de los países”, donde junto a la renuncia a la libertad de los movimientos de capitales y la existencia de preferencias nacionales en la formación de políticas monetarias (políticas autónomas pero con un mínimo de coordinación bajo el auspicio del FMI) se mostraban como una solución al *teorema de la imposibilidad de Mundell* (Aglietta, 1987: 66 – 95; Aglietta y Moatti, 2002:35).

Renunciar a los movimientos de capitales privados de corto plazo fue la solución del RBW. Los otros dos criterios fueron igualmente objeto de compromisos. Al controlar los movimientos de capitales, se protegía la estabilidad cambiaria de las monedas. “El RBW conciliaba un principio de regulación monetaria internacional con las políticas nacionales sobre el dinero” (De Brunhoff, 2001:60). La política monetaria era utilizada para objetivos económicos de los gobiernos, las tasas de interés se ajustaban a las necesidades de la política económica y la perspectiva del estudio cambiario se centraba en el mediano y largo plazo, donde se “insistía en que la presión monetaria se aligerara en condiciones que permitiera el desarrollo de los intercambios de mercancías” (Aglietta, 1987).

En general, a pesar de que el RBW estaba “cargado de contradicciones”,<sup>23</sup> los estudios empíricos muestran que el espacio comprendido entre a fines de 1958, hasta 1968, fue el período histórico con un comportamiento macroeconómico más estable, logrando crecimientos de la renta y del comercio más rápidos que en ningún otro período reciente.

Al modificarse el régimen cambiario prevaleciente se abandona de manera formal el RBW.<sup>24</sup> Para 1973 la flotación se generaliza<sup>25</sup> transformándose todo el Sistema Monetario Internacional.<sup>26</sup>

Ahora la desregulación financiera, la apertura de la cuenta de capital y la aparición e innovación de nuevos instrumentos financieros hacen que en la determinación de las paridades se deba de tener en cuenta a los mercados financieros internacionales.

---

<sup>23</sup> Entre otras, S. de Brunhoff (2001:60) apunta las siguientes contradicciones: “el papel de patrón internacional del dólar, una moneda nacional, la reestructuración de los mercados capitalistas sin libertad de movimientos de capitales, rivalidades entre los grandes países capitalistas y también de sus monedas. Estas contradicciones, al principio contenidas, después de haber suscitado la erosión del régimen, durante la “edad de oro” del crecimiento de posguerra, lo hicieron explotar”. Partiendo de los resultados económicos favorables que se consiguieron durante el periodo de RBW, Eichengreen (1993:622 – 623) se cuestiona ¿cuál fue el orden de causalidad, si es que existió alguno?, ¿fue la estabilidad y el crecimiento económico del periodo de Bretton Woods un producto fortuito de un periodo excepcionalmente plácido?, ¿fue atribuible ese periodo tan favorable al buen funcionamiento del sistema de Bretton Woods?. Para Arrighi y Silver (2001:94) la construcción de la hegemonía estadounidense durante el RBW radicó principalmente en la sustitución de la regulación privada por la pública en el ámbito de las altas finanzas”, ese es, el orden de causalidad.

<sup>24</sup> Para M. Aglietta (1987:89) “el régimen del patrón – dólar funcionó notablemente en los años cincuenta, hasta la primera crisis del dólar al final de la década. Se repuso en la primera mitad de los años sesenta, para luego sufrir una erosión lenta que aun los recursos más desesperados no han podido frenar”.

<sup>25</sup> En 1973 Suiza, Canadá y Alemania abrían sus mercados financieros internacionalmente, en 1974 eran secundados por Estados Unidos, en 1979 por Gran Bretaña y en los años ochenta y noventa por otros países.

<sup>26</sup> Existen distintas caracterizaciones sobre el actual SMI. Para algunos autores se trata de un “no sistema”, en el cual la tasa de interés y el tipo de cambio se vuelven sumamente volátiles; otros lo llaman *Post – Bretton Woods*, el cual puede ser dividido en dos grandes fases: *Bretton Woods*, de 1947 a 1971 con una hegemonía generosa y de 1971 a la fecha, *Post – Bretton Woods*, marcado por un regreso a los intereses nacionales y un dólar flotante; en tanto otros consideran que estamos frente a un nuevo régimen monetario y financiero: *Régimen Dólar – Wall Street* (RDWS), “que ha operado, por un lado como régimen económico y, por otro, como instrumento al servicio de una política de dominación (...) un país puede disponer cuál será el régimen, los restantes Estados no crearán ningún otro régimen, sino que se someterán al que ya se ha fijado” (Gowan, 2000:21y 34). Para Peter Gowan (2000) el RDWS, es la interacción de los intereses político – económico de “un mercado financiero (Estados Unidos – Departamento del Tesoro) dentro de las estructuras de las finanzas internacionales (Wall Street)”.

## 2.1 LA GESTIÓN DE LA MONEDA: RÉGIMEN CAMBIARIO FIJO, CONTROL DE LOS CAPITALES A CORTO PLAZO Y AJUSTE DE LA BALANZA COMERCIAL.

En el contexto del RBW, se reconocía la necesidad de institucionalizar el principio de cooperación financiera internacional para estimular el nivel de comercio internacional y de inversión, en el marco del libre mercado. Algunos de los objetivos más importantes del RBW, como se apuntó, fueron la promoción de la estabilidad de los tipos de cambio y la cooperación en el establecimiento de un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes.

Se concebía al comercio internacional como un conjunto de transacciones libres realizadas en un gran mercado en que se supone funcionaba la competencia perfecta, donde “el tipo de cambio no debería significar ninguna barrera a la realización normal y equilibrada de dichos intercambios”. (Lichtensztein y Baer, 1986:67). El tipo de cambio dependía de las condiciones de oferta y demanda de las importaciones y exportaciones que realiza una economía con el resto del mundo.

De modo tal, las paridades se determinaban por la productividad de un país con relación al resto del mundo, donde un tipo de cambio “correcto” asegura un equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sus variaciones afectan, entonces, los precios de las importaciones y exportaciones, modificando los costos de producción y, consecuentemente el precio de las mercancías. Por lo que se consideraba al tipo de cambio como una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Se buscaba que los países en desarrollo alinearan el tipo de cambio en función de los diferenciales de precios con los de su principal socio comercial y mejorar la posición competitiva de la producción nacional, vía precios relativos,<sup>27</sup> entonces, sobrevaluaciones o subvaluaciones distorsionan costos y precios de las mercancías, convirtiéndose el tipo de cambio en un instrumento para influir en el crecimiento económico.

La recomendación de política económica tradicional era la devaluación de la moneda

---

<sup>27</sup> Sin embargo, como lo destaca René Villareal (1986:216 – 217), la dinámica de las exportaciones e importaciones, va más allá de la manipulación de los precios y costos relativos, estas, en última instancia, están ligadas más a las necesidades y desajustes estructurales de crecimiento. En el apartado 3, expondremos algunos ejemplos de México.

nacional, en sintonía con el déficit de la balanza comercial. La devaluación del tipo de cambio, aparecía como una medida que teóricamente tenía por objeto elevar los precios relativos de los bienes comerciables respecto a los que no lo son. El supuesto implícito es que la elasticidad de la balanza de cuenta corriente hará que responda favorablemente a variaciones en el tipo de cambio.

Se hablaba entonces de un “tipo de cambio competitivo”. Un aumento del él significaba una mejora de competitividad. Los precios extranjeros expresados en moneda nacional aumentaban en relación a los precios de los bienes producidos en el interior del país y, viceversa en una reducción. Se sostenía que era posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local, en el objetivo de abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial. Las políticas de tipo de cambio, tenían un amplio reconocimiento, como se les concede a las políticas fiscal y monetaria, debido a la modalidad del SMI construido en el RBW,<sup>28</sup> que reflejaba un mínimo acuerdo institucional del efecto de sus variaciones. Así, la política cambiaria se evaluaba dentro de una estrategia que buscaba fomentar la producción y generar empleo, utilizando al tipo de cambio como un instrumento de política industrial, monetaria, crediticia y fiscal.

Sin embargo, lo que prevaleció fue la presencia de un carácter *discrecional* en la aplicación de las normas del RBW. Por una parte, sólo los países desarrollados podían en los hechos utilizar este mecanismo para favorecerse del comercio internacional,<sup>29</sup> “violando los principios de beneficio recíproco y competencia en que se debiera sustentar (los acuerdos)” (Lichtensztejn y Baer, 1986:68) y por otra, el FMI advertía, que la inadecuada utilización de este mecanismo podría desalentar la expansión del comercio mundial e inclusive llevar a prácticas competitivas no deseables.

René Villareal (1986: 1999 – 200), llama la atención que durante los primeros años de funcionamiento el FMI no hacía un análisis explícito del origen y de la evolución del desequilibrio externo en los países en desarrollo sino que, con base en la supuesta

---

<sup>28</sup> “Durante el periodo del RBW, se reconocía generalmente que los principales objetivos de política económica eran básicamente mantener bajos niveles de desempleo, bajas tasas de inflación, niveles relativamente altos de crecimiento sostenido y un saldo externo (positivo o negativo) “satisfactorio”. Para ello se contaba con instrumentos de política monetaria y fiscal que, con algún margen de error, permitían acercarse a una combinación socialmente aceptable de los mismos” (Puyana, 2002:205 – 206).

<sup>29</sup> “El FMI ha permitido que los países superavitarios no se ajusten, mientras que ejerce una fuerte presión para el ajuste de los deficitarios, particularmente sobre los países en desarrollo” (Villareal, 1986:197).

efectividad de un solo mecanismo de ajuste, determinaba implícitamente que la causa del desequilibrio en esencia era un desajuste monetario. Entonces, se puede establecer que el tipo de cambio cumplía la función de un instrumento de redistribución de los recursos en las transacciones de comercio exterior, y *no necesariamente*, como la señala la teoría, entre los bienes comerciables y los que no lo son, de un país.

Los primeros enfoque teóricos, como se anoto más arriba, sostenían que el mercado de divisas es un mercado similar al de cualquier otro bien y el tipo de cambio de una moneda, en consecuencia, estaría determinado por la oferta – flujo y la demanda – flujo de dicho mercado. Los movimientos del tipo de cambio se explican por el comportamiento de la balanza comercial, es decir, por la evolución de las variaciones de la relación de intercambio y era en la cuenta corriente donde sólo se aplicaba la libre convertibilidad.<sup>30</sup> Se permitía alterar el tipo de cambio solamente cuando se creía necesario corregir un *desequilibrio fundamental*.

El término no estaba definido en los artículos del Acuerdo,<sup>31</sup> pero se entendía de naturaleza de largo plazo y podía comprender por cambios en las relaciones de intercambio (déficit persistentes en la cuenta corriente), o por diferenciales de productividad entre naciones; distinguiéndolos de aquellos de características temporales. Se establecía que el FMI supervisaría los ajustes en forma ecuánime y aportaría liquidez de corto plazo a los miembros con problemas de balanza de pagos, mientras que el Banco Mundial, sería el conducto principal para los préstamos intergubernamentales de largo plazo (D. Félix, 1996). Se suponía que los países deficitarios podían devaluar su moneda, lo que les permitía a los países subdesarrollos encarecer y disminuir el crecimiento de importaciones e incrementar las exportaciones para reducir las presiones sobre el sector externo. Aunque formalmente los acuerdos eran simétricos, la realidad era asimétrica.

El FMI carecía de influencia para disciplinar a las potencias industriales, cuando estas se negaban a revaluar su moneda en presencia de superávits persistentes en la cuenta corriente, o procedían a devaluar unilateralmente, cuando sus intereses así lo requerían. Como contrapartida, su influencia en los países subdesarrollados era abrumadora, ya que

---

<sup>30</sup> David Félix (1996) y Varela (1996), sostienen que sólo a partir de 1959 y hasta 1970, la total convertibilidad de la cuenta corriente se hizo plenamente operativa. La mayoría de los países europeos no reinstauraron la convertibilidad hasta finales de 1958, seguidos de Japón en 1964.

<sup>31</sup> Para algunos investigadores, en “realidad nunca se preciso esta distinción que por demás es muy difícil, por no decir imposible de hacer.” (Sacristán, 1983:150)

condicionaba la concesión de créditos urgentes a la adopción de un patrón de políticas económicas consignadas en las conocidas “Cartas de Intención”. (Puyana, 2002b)

En consecuencia, en opinión de David Félix (1996), las normas del RBW se aplicaron de forma relajada. Para Lichtensztein y Baer (1986) y De Bernis (1988), existía una dicotomía entre el espíritu de las reglas y lo que en la práctica existió. Las normas se aplicaron en forma asimétrica, el ajuste recaía en los países deficitarios, que fijaban su paridad en dólares.

Las reservas de estas países se mantenían en dicha moneda y la utilizaban para intervenir en los mercados, subordinando su política de largo plazo al mantenimiento de la paridad y, por tanto ajustándose al ritmo de inflación de Estados Unidos, país con moneda de reserva. Las actuaciones del Fondo estaban enfocadas al mantenimiento de la estabilidad cambiaria y, cuando esto resultaba imposible, el Fondo debía autorizar el ajuste de la paridad, para financiar desequilibrios transitorios de la balanza de pagos, siempre aplicando normas simétricas ante una realidad asimétrica.

A pesar de las prácticas *discrecionales* en la aplicación de las normas del RBW, las disposiciones del Acuerdo tendían a promover el libre comercio de bienes pero los movimientos de capital privado se consideraban potencialmente perjudiciales y en consecuencia se mantuvieron controlados. El principio de convertibilidad hacía que las preferencias nacionales se beneficiaran de la libertad del intercambio de mercancías controlando los movimientos de capital. La razón de ser de dichos controles se basaba en las desastrosas experiencias del periodo entre las dos guerras mundiales, cuando los flujos de capitales internacionales contribuyeron a la desestabilización y derrumbe del sistema de patrón oro, y a la desintegración del comercio multilateral (Puyana, 2003; Félix , 1996).

Por tal motivo, se considera que el RBW se planteaba como indispensable disminuir

hasta un mínimo los movimientos especulativos <sup>32</sup> de capital, a fin de restaurar el comercio mundial de bienes y servicios.

“Los creadores de Bretton Woods estaban convencidos de que los flujos especulativos habían desestabilizado el sistema de cambio basado en el patrón oro después de la Primera Guerra Mundial, lo que contribuyó de manera fundamental a su desintegración y a la descomposición paralela del comercio multilateral durante los años treinta (...) el sistema monetario de Bretton Woods se construyó sobre las premisas de que las tasas de cambio estables eran esenciales para restaurar un comercio multilateral relativamente libre y la inversión extranjera a largo plazo después de la guerra, y que se requerirían medidas de control sobre los capitales como factor permanente de disuasión contra la especulación monetaria que amenazaba la estabilidad de los tipos de cambio.” (Félix, 1996:152 – 153)

Esta preocupación se puede observar en Keynes. En su Propuesta para un Fondo de Compensación, en el apartado seis, “El control de los movimientos de capital”, sostiene que hay consenso en cuanto a que el control de los movimientos de capital, por los riesgos que pueden generar tanto los que fluyen al interior como al exterior de un país. Pero, advierte, que “el establecimiento universal de un control de movimientos de capital no puede vérselo como esencial para el funcionamiento del Fondo de Compensación, cada país decidirá el método y el grado para de dicho control” (Keynes, 1997:36 – 37).

Si bien es cierto que en el Convenio Constitutivo del FMI no se encuentra establecido como tal un control de los flujos de capitales, las realidades mostradas durante el proceso de vigencia del RBW, lo revelaban así. Diversos investigadores, Aglietta, Félix, Eatwell, Puyana, Chapoy, Eichengreen, Krugman y Obstfeld, desde diferentes ópticas teóricas lo plantean en los siguientes términos.

---

<sup>32</sup> La especulación puede definirse como la actividad de prever la psicología del mercado, es decir, es descubrir lo que la opinión media cree que será la opinión media. Un inversionista está poniendo sus esperanzas, no tanto en su rendimiento probable de su inversión, sino en un cambio favorable en las bases convencionales de valorización. Al inversionista exitoso (especulador) le concierne anticipar lo que todos los demás en el mercado creerán que los demás creen; en lugar de centrarse en los determinantes fundamentales del mercado en cuestión, es una operación que no tiene otra finalidad que el beneficio que engendra, en este sentido, todo capital es potencialmente especulativo. La idea original se encuentra en Keynes (1997: 144 – 145). Algunos lo llaman *efecto especulativo*, que es provocado por compras anticipadas (de bienes y activos), al existir algún tipo de información sobre la futura medida del tipo de cambio y esperar, alguna modificación del nivel de precios, (Fernández, et al., 1999). Se trata, simple y llanamente, de sacar partido de la modificación del precio de un activo (H. Guillén, 1997:873).

Para Krugman y Obstfeld (2001:565) “la experiencia de 1918 a 1939 había llevado a los gestores de la política económica a considerar los movimientos de capital privado como un factor esencial de la inestabilidad económica, y temían que los movimientos especulativos del “dinero caliente” entre las fronteras nacionales pudiesen sabotear su objetivo de libre comercio basado en los tipos de cambio fijos. Al insistir en la convertibilidad de sólo las transacciones corrientes, los diseñadores del sistema de Bretton Woods esperaban facilitar el libre comercio, al mismo tiempo que evitaban la posibilidad de que los flujos de capital privado pudieran endurecer las restricciones externas, a las que se enfrentaban los administradores de la economía”.

David Félix (1996), sostiene que se utilizaron controles de capital, por medio de su Artículo IV, que disponía además que el FMI suspendiera créditos si estaban financiando la fuga de capitales del país prestatario. Con lo que se apoyo a restaurar un comercio multilateral relativamente libre y fomentar la inversión extranjera directa a largo plazo.

Según John Eatwell (1996:4 – 5), la “liberalización de los movimientos internacionales de capital no era uno de los objetivos del Acuerdo de 1944 que estableció el FMI”. Mientras que Eichengreen (2000:133), señala que, los controles de capitales fueron el único elemento que funcionó más o menos como se había planeado. Las circunstancias propiciaron que los gobiernos intervinieran frecuentemente en sus economías y sus sistemas financieros, a través de topes a los tipos de interés, limitaciones a los activos en los que podían intervenir los bancos; regulación de los mercados financieros para canalizar el crédito hacia los sectores estratégicos. Lo que conformaba una “serie de diques y esclusas donde se domeñaban los embravecidos rápidos”.

Mientras Chapoy (2001 y 2004), mantiene que el RBW tenía como finalidad poner fin a los obstáculos para la que la economía mundial pudiera prosperar. Dos de estos obstáculos eran la inestabilidad monetaria y controles a los movimientos de capital.

Para Aglietta (1987:91) “el control de los capitales a corto plazo prohibía los sobreajustes y las dinámicas perversas, trataba adecuadamente los tiempos de reacción indispensables para que el comercio exterior respondiera a las variaciones de tasa de cambio”, en ese sentido, para el autor, “el control de capitales a corto plazo (...) era una de las piezas maestras del régimen monetario de Bretton Woods”.

## 2.2 RÉGIMEN DE ACUMULACIÓN CON PREDOMINIO DE LO FINANCIERO<sup>33</sup>

Este régimen implica un cambio cualitativo en la lógica de la acumulación de capital, bajo una modalidad específica que asumen en la actualidad las relaciones entre la esfera real y la esfera financiera, en un contexto de crisis de modo de regulación. En el régimen de acumulación con predominio por lo financiero, la esfera financiera domina, al menos durante un tiempo, todas las actividades de la producción y del comercio (Guillén, 2007).

Un ejemplo lo encontramos en las formas de gestión de las grandes empresas. La gestión de sus tesorerías se modifica sujetando su funcionamiento a las necesidades de rentabilidad de corto plazo. Lo que importa ahora es el valor accionario de la corporación y aumentar los ingresos de la misma, mediante la participación activa de sus tesorerías en los mercados financieros: el mercado de cambios, las bolsas de valores y los mercados de derivados. Hoy en las grandes corporaciones, se impone el mandato de maximización del valor bursátil.

A grandes rasgos, la inversión debe tomar en cuenta el objetivo de rentabilidad fijado por el mercado financiero, y ya no sólo las variaciones de la demanda de manera que “los horizontes de valorización muy cortos tienden a caracterizar el tipo de inversión propia del régimen de acumulación con predominio financiero” (Chesnais, 2001:293). Así se “puede generalizar una norma de rendimiento sin relación con la capacidad de génesis de ganancias por la economía real” (Boyer, 2007:108) donde se desvía “sistemáticamente el poder de compra de la inversión creadora de demanda de mercancías (incluida la fuerza de trabajo) hacia el atesoramiento y la especulación, exacerbando así los problemas de realización” (Arrighi, 2007:172).

Fue en Inglaterra entre los años de 1925 a 1929, donde se presentó una trayectoria similar a la actual: “una tendencia al crecimiento de la esfera financiera – crecimiento acumulativo en la medida en que las ganancias que allí se efectúan requieren cada vez más liquidez – y una tendencia a la reducción de la esfera productiva” (De Bernis, 1988:60). En ese

---

<sup>33</sup> En su forma breve se le llama *financiarización*. Como se vera más adelante es un concepto construido en el marco de la Teoría de la Regulación (*regulacionistas*) en particular de la escuela que representaba Gérard De Bernis. Después lo retomaron algunos investigadores con antecedentes dentro de la Teoría de la Regulación. Recientemente lo encontramos con mayor fuerza en François Chesnais. En la literatura, se reconoce o no su origen, se le ha llamado también régimen de acumulación al servicio de las finanzas ó régimen de acumulación financiero – rentista (Guillén, 2007) ó régimen de capitalismo patrimonial (Aglietta, 1998), capitalismo accionario (Plihon, 2003) o acumulación por desposesión (Arrighi, 2007; Harvey, 2003).

momento a este proceso de crecimiento financiero y estancamiento material recibió el nombre de *financiarización*: existe una gran “abundancia de liquidez y reducción del nivel de inversión” (De Bernis, 1999:2).

Para Gerard de Bernis, este fenómeno también estuvo presente durante la crisis de 1929, pero “de ninguna manera se sostiene que los fenómenos históricos se repitan, las estructuras del capitalismo son hoy en día muy diferentes como para que se pueda considerar una pura repetición”<sup>34</sup> (De Bernis, 1987:28).

Se puede hablar entonces de procesos históricos de *financiarización* de la acumulación de capital, donde se detecta analogías entre los procesos y transformaciones actuales y pasadas, pero también diferencias entre sus circunstancias históricas y sistémicas que hacen divergir el resultado de tales procesos.

Entre las analogías se revela el desarrollo desigual y combinado de dos tendencias complementarias. “Las expansiones financieras a escala sistémica son el resultado de dos tendencias complementarias: la sobre acumulación de capital y la intensa competencia entre los Estados por el capital en busca de inversión” (Arrighi y Silver, 2001:38 – 39). Estas tendencias van acompañadas de una mayor rivalidad entre las grandes potencias en la competencia en medio de luchas y de conflictos sociales.

También entre las similitudes de dicho proceso, se insiste que con la expansión financiera a escala sistémica se intenta *construir un nuevo modo de regulación del sistema*,<sup>35</sup> que configuraran un *ciclo sistémico de acumulación*<sup>36</sup> al cual corresponde una nueva estructura

---

<sup>34</sup> Para el autor de no resolverse esta separación entre la brecha de la esfera financiera (capitalización bursátil) y la esfera real (actividad productiva), reduciéndola y manteniéndola entre los límites tolerables, “hay que esperar ya sea una crisis financiera, ya sea una deflación” (De Bernis, 1988:60), no digo que ello vaya suceder, siempre he rechazado hacer previsiones, pero no se puede excluir esas hipótesis (...) llega el momento en que tal brecha no puede resolverse de otra manera que por la deflación, ya que no puede durar indefinidamente” (De Bernis, 1987:28 – 35).

<sup>35</sup> Cada modo de regulación históricamente establecido ha permitido al capitalismo resolver temporalmente las contradicciones inherentes a la reproducción ampliada del capital y alcanzar procesos durables y estables del crecimiento económico (Guillén, 2007:282).

<sup>36</sup> Retomando la fórmula general del capital acuñada por C. Marx, G. Arrighi (2007:243) identifica dos fases o épocas presentes no sólo en la lógica de las inversiones capitalistas individuales, sino también en una pauta recurrente del capitalismo mundial. El aspecto central es la alternancia de épocas o fases de expansión material (fases de acumulación de capital) con épocas de expansión financiera. De esas dos fases juntas constituyen lo que el autor denomina un ciclo sistémico de acumulación.

del poder y nuevos centros de acumulación.<sup>37</sup>

Partiendo de estas premisas y ahora siguiendo a Fernando Braudel, G. Arrighi (2007:243) ha “distinguido cuatro de esos ciclos, cada uno de los cuales abarca un siglo “largo”: un ciclo ibérico – genovés, desde el siglo XV hasta mediados del siglo XVII; un ciclo holandés, desde finales del siglo XVI hasta finales del siglo XVIII, un ciclo británico, desde mediados del siglo XVIII hasta principios del XX; y el ciclo estadounidense, desde finales del siglo XIX hasta la actual fase de expansión financiera”.

Entonces, “tanto la declinación de la hegemonía holandesa en el siglo XVI como la británica en las postrimerías del siglo XIX, y ahora la declinación estadounidense, han estado marcadas por agudos procesos de financiarización (...) durante las dos últimas “grandes crisis” – la de los años treinta y la de los años setentas del siglo pasado – han ocurrido un proceso de “transición hegemónica”, es decir, de declinación de la potencia dominantes y de ascenso de un nuevo hegemón” (Guillén, 2007:152).

Se puede establecer, entonces como otro rasgo común, que los procesos de *financiarización* suceden “cuando una potencia hegemónica se encuentra en su cenit y entra en crisis, utiliza su dominación monetaria y financiera para desplegar un proceso de financiarización que tiene como objeto preservar su hegemonía”<sup>38</sup> (Guillén, 2007:151).

Siendo como son el “otoño” de los grandes ciclos capitalistas, también lo son de las estructuras hegemónicas que caracterizan a cada uno de estos ciclos<sup>39</sup> (Arrighi, 1999).

---

<sup>37</sup> Para De Bernis (1987b) la historia demuestra (por lo menos hasta aquí) que ningún país capitalista se ha desarrollado organizando su sistema productivo únicamente dentro de su territorio nacional sin la dominación de una periferia, donde uno de los sistemas productivos dominantes ha ejercido siempre el papel de sistema productivo *hegemónico*, por ejemplo, Holanda en el siglo XVII, Inglaterra desde finales del siglo XVIII hasta el periodo entreguerras, Estados Unidos después de la Segunda Guerra Mundial. El *modus operandi* de la dominación de un sistema productivo sobre los demás se realiza a través de ser *centro* tecnológico (productividad del trabajo), *plaza* financiera (central de inversión mundial) y *zona* de moneda (moneda dominante), con lo cual se ejerce una influencia asimétrica sobre los demás sistemas productivos. La implementación de las exigencias de los países centrales, expresa la correlación de fuerzas existentes, ya que son siempre las fuerzas dominantes del momento las que definen, periodo tras periodo (o crisis tras crisis), las reglas de funcionamiento de la economía.

<sup>38</sup> Hobsbawm (1968:34) explica claramente cómo Gran Bretaña utilizó su dominación financiera a partir de la gran crisis de 1873 – 1896, para mantener su posición hegemónica frente a las potencias emergentes de la época: Estados Unidos y Alemania, en una etapa en la que su industria ya se había rezagado frente a la de sus competidores: “Paradójicamente el mismo proceso que frenó la producción británica – el surgimiento de las nuevas potencias industriales, la debilitación del poder competitivo británico – reforzó el triunfo de sus finanzas” (Citado por Guillén, 2007:153).

<sup>39</sup> Lo anterior ha generado un debate dentro de la literatura de los llamados “ciclos largos”. En *new left review*, registra parte de él, a través de un intercambio entre Robert Pollin y Giovanni Arrighi, a propósito del libro de éste último, publicado en español como *El largo siglo XX*. Akal, Madrid, 1999. Ver en particular a *new left review*, número 5, noviembre/diciembre, Madrid 2000, págs. 127 – 144.

“Estas expansiones financieras permiten al líder de cada expansión productiva y comercial, que se acerca a su fin, cosechar los frutos de su liderazgo bajo la forma de un acceso privilegiado a la sobreabundante liquidez que se acumulan en los mercados financieros, y contener, al menos por un tiempo, las fuerzas que atentan contra la prolongación de su dominio” (Arrighi y Silver, 2001:40).

Se señala que entre las circunstancias históricas y sistémicas que hacen divergir el resultado de los procesos de *financiarización*, se encuentra “el poder incomparablemente mayor del Estado hegemónico declinante” (Arrighi, 2007:174). En la actualidad la “expansión financiera a escala sistémica se ha desarrollado mucho más rápido que el pasado” (Arrighi y Silver, 2001:95). Además a diferencia de las expansiones anteriores “la actual no ha concluido todavía con el colapso del orden hegemónico estadounidense en declive (pero) también hay motivos para creer que la expansión financiera actual y el correspondiente repunte del poder estadounidense son signos de una crisis de hegemonía análogo a las de hace cien y doscientos años” (Arrighi y Silver, 2001:276 – 277) en tal sentido “el gobierno de Estados Unidos consiguió convertir la financiarización del capital, de un factor de crisis para la hegemonía estadounidense – como lo fue durante la década de 1970 – en un factor propulsor de un nuevo aumento de la riqueza y del poder estadounidense” (Arrighi, 2007:172).

Así, en la actualidad la *financiarización* es usualmente identificada como uno de los rasgos característicos del capitalismo contemporáneo, considerado como una fuerza dominante de la acumulación del capital (Aglietta, 2001; Arrighi, 1999; Brenner, 2004; Boyer, 2007; Chesnais, 1994; Harvey, 2003). Es posible identificarlo en pocos países, en particular, se menciona que es en Estados Unidos <sup>40</sup> donde tal régimen se ha implantado plenamente y ha afirmado todos sus rasgos (Chesnais, 2001; Boyer, 2007).

A la fecha la *financiarización*, consiste en un régimen de acumulación con predominio financiero, que si bien ha permitido amasar enormes fortunas a algunos segmentos del capital, es incapaz de establecer un nuevo modo de regulación que asegure la estabilidad

---

<sup>40</sup> Siguiendo a R. Brenner (2004:71 – 72) el giro hacia las finanzas en los Estados Unidos “se afianzó a comienzos de la década de los ochenta con la política monetarista, los elevados tipos de interés, un dólar fuerte y la desregulación financiera (con) la combinación de la euforia de fusiones y absorciones impulsada por el endeudamiento, la burbuja de la propiedad inmobiliaria y la inflación del valor de las acciones.” Estas tendencias fueron “impulsadas por la nueva centralidad del sector financiero en el seno de la estructura del capitalismo estadounidense” (Gowan,2000 :24)

estructural de la reproducción del capital en el conjunto del sistema (Guillén, 2010), es decir, no se trata de un modo de regulación que se presente como un conjunto estructurado de procedimientos sociales utilizados por el capitalismo para hacer frente a las contradicciones del proceso de capital. Tampoco se trata de un régimen mundial en el sentido de que abarque en una totalidad sistemática al conjunto de la economía mundial (Vidal, 2004b y 2007). Se coincide por varios investigadores, que este régimen de acumulación sólo ha generado un crecimiento económico más lento y a una mayor inestabilidad que han producido desigualdades crecientes, y por regla general se han reducido los niveles de bienestar social.

“En comparación con los primeros 25 años después del final de la Segunda Guerra Mundial, la fase más reciente, aún en curso, ha estado dominada por menor crecimiento económico, un mayor desempleo, más desigualdad y un sistema financiero menos estable, así como por una presión constante encaminada a rebajar los niveles de vida de la gente corriente” (Pollin, 2007:131) lo que altera la forma de vida de grupos sociales “que provocan movimientos de resistencia y rebelión” (Arrighi, 2007:172 – 173).

En términos generales no se ha logrado estimular el crecimiento y mejorar el bienestar, además, la tendencia es hacia más vulnerabilidad e inestabilidad entre los sistemas productivos locales y en su relación con la economía internacional, provocando *fragilidad financiera y riesgo sistémico*. Con el tiempo “las expansiones financieras tienden a desestabilizar el orden existente a través de procesos que son tanto sociales y políticos como económicos” (Arrighi, 2007:172).

En resumen, se apunta que su viabilidad y generalidad es dudosa; para algunos en el mejor de los sentidos representa una posible transición hacia un nuevo régimen de acumulación y, su estudio reclama una agenda de investigación de largo alcance (Chesnais, 2001 y 2003; Guillén, 2008; Guttmann, 1994; Vidal, 2003). En algún sentido, el estudio de la *financiarización* de los tipos de cambio en México, es parte de este proceso de averiguación.

François Chesnais utiliza el término *financiarización*, para referirse al régimen de acumulación con predominio por lo financiero, “este concepto – siguiendo a Chesnais – me ha servido para designar lo que me pareció una nueva configuración del capitalismo, cuyo contenido económico y social concreto respondería a la influencia, tanto en el orden

económico como en el social, de una forma específica del capital, a la que Marx refería como “capital que reporta interés” o como “forma moderna de capital – dinero (...) desde mi punto de vista, el incremento de la importancia de todo lo que se denomina, de forma abreviada, “financiero” ha estado (y está) unido de forma indisociable a lo que se ha constituido el punto de partida de mis análisis, es decir, a la nueva fase de la internacionalización (la mundialización de capital)” (Chesnais, 2003:39 – 40).

Al fortalecimiento del régimen de acumulación con predominio por lo financiero se le puede asociar con numerosas políticas que han transformado el marco institucional de la mayoría de los sistemas de regulación nacionales. Las economías locales impulsaron procesos de desregulación de sus sistemas financieros, la liberalización de su cuenta de capital, provocando una diversificación de instrumentos, productos e intermediarios financieros (apoyados sobre el desarrollo de las telecomunicaciones y la informática).

El fin de la transformación de los sistemas de regulación nacionales es el de “permitir a los inversionistas apropiarse de los ingresos financieros (intereses y dividendos) en las condiciones más regulares y seguras posibles” (Chesnais, 2003:47). Dentro de las tendencias más novedosas y su relación entre sí, que se encuentran detrás de esta forma en la apropiación de rentas financieras, se pueden señalar los siguientes procesos:

- a. La *desregulación financiera* generaliza los comportamientos patrimoniales de gestión de los activos, de manera opuesta a las estrategias tradicionales de management. La gestión de la tesorería en las empresas se ha vuelto una función esencial que se asume en el más alto nivel de dirección.

Ahora predominan los dirigentes comprometidos en el juego de las finanzas de mercado que imponen criterios obligatorios de rentabilidad financiera. Las corporaciones se *financiarizan* modificándose sus formas de gestión a favor del accionista y de los operadores de fondos institucionales.

De lo que se trata es el de subir el valor para el accionista lo más rápido que se pueda y con todos los medios al alcance. El énfasis en el valor de las acciones, que es fruto de la unión de los intereses de los propietarios y de los gestores del capital ha dado lugar a la primacía de la “soberanía accionaria” sobre el dirigente de empresa. A éste cambio en la naturaleza de las misiones del consejo es conocido

como el “gobierno de empresa”. Los gerentes actuales toman sus decisiones en función del valor en bolsa de las acciones de la firma, del cual depende una alta proporción de los ingresos de sus directivos, por la vía de los derechos de opción de compra sobre las acciones de su propia empresa (*stock options*). Son ellos los que impulsaron los procesos de fusiones y adquisiciones.

Las fusiones y adquisiciones efectuadas por los operadores financieros y estimuladas por los bancos de inversión, promovieron la liquidez en los mercados financieros. Esta liquidez tuvo dos efectos: 1) la separación de la propiedad y el control y, 2) la diversificación del riesgo. (Aglietta y Rebérioux, 2005; Plihon, 2003; Serfati, 2001 y 2003). En otros términos “la desregulación permitió al sistema financiero convertirse en uno de los principales centros de actividad redistributiva a través de la especulación, la depreciación, el fraude y el robo” (Harvey, 2005:177).

En resumen, las empresas no financieras “pasaron a depender cada vez más de fuentes financieras en la obtención de sus ingresos y beneficios en comparación con los obtenidos de las actividades productivas” (Arrighi, 2007:149).

- b. *La apertura de la cuenta de capital*, es en principio un movimiento de liberalización financiera interna que combina la apertura a los flujos financieros internacionales de economías que antes eran ampliamente autárquicas en materia de financiamiento. Se trata de “liberalizar hacia el exterior” a los sistemas financieros nacionales. Lo que se traduce al abandono de los controles sobre los flujos financieros.  
“Lo que provocó un enorme aumento de las operaciones en los mercados financieros, tanto en los centros financieros establecidos como Nueva York, Tokio o Londres, como en los “mercados emergentes”, tales como Ciudad de México, Bangkok o Johannesburgo” (Pollin, 2007:140).
- c. El abandono del régimen de tipos de cambio fijos por *regímenes de tipo de cambio flexibles* incrementó los riesgos e incertidumbres de las actividades comerciales e industriales. Al adoptar un régimen de cambios flotantes, se genera un proceso de incertidumbre sobre los precios y costos debido a la flotación y la volatilidad de la moneda, “las tasas de cambio erráticas combinadas con las tasas de interés impide,

en una economía abierta, toda previsión sobre las series de precios y de costos ligados a una inversión dada y en consecuencia a toda anticipación de un beneficio futuro” (De Bernis, 1988:60).

“Las fluctuaciones en los tipos de cambio se convirtieron en un factor determinante fundamental de las variaciones experimentadas por los flujos de tesorería, las ventas, los beneficios y los activos de las empresas poseídos en diferentes países y cotizados en diversas monedas” (Arrighi, 2007:168). Tratando de protegerse frente a esas variaciones o de aprovecharse de ellas, las grandes empresas tendieron a incrementar el volumen de liquidez dedicado a los mercados financieros, aprovechando la eliminación en las operaciones monetarias extraterritoriales.

De tal forma, ahora los no residentes en el mercado financiero local pueden realizar transacciones en los mercados locales en divisas y, los residentes adquirir divisas en el mercado interno o tomar prestado en los mercados financieros internacionales. A partir de entonces las paridades aparecen como un espacio de negocios financieros para todo tipo de intermediarios financieros (Aglietta y Rebérioux, 2005; Arrighi, 2007; Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007).

- d. La *innovación financiera* y la *titularización* contribuyeron a cambiar el rol de intermediarios financiero de los bancos. Desde mediados de la década de 1980, las operaciones de adquisición de activos financieros y otros tipos de activos pasaron a ocupar un papel cada vez más importante en las actividades de los bancos de inversión y también de muchos bancos comerciales. La actividad crediticia se convirtió en un tipo de “arbitraje especulativo”, con la multiplicación de *instrumentos financieros* conocido como *prime brokerage* (Gowan, 2007:9).

Anteriormente los países con una larga experiencia financiera habían experimentado ya con esta multiplicación de instrumentos financieros, por lo que no son nuevos, pero constituyen una *innovación* para los actores que desean cubrir y diversificar el riesgo a través de una mejor evaluación a su exposición.

De manera que se produce un boom financiero con la generación, cada vez más elevado, de títulos cuya valorización descansa únicamente en un proceso de circulación interno a la esfera financiera. Se trata de títulos cuyo *valor* se mantiene

en tanto y en cuanto su circulación no se interrumpa, y las sociedades financieras continúen aceptando los títulos de unas y otras entre sí, generando ganancias ficticias (Chesnais, 2008). Esas transacciones sólo están garantizadas, en última instancia, por las acciones de la sociedad vendedora, ya que ésta es secretamente portadora del riesgo sobre las deudas emitidas por la entidad especial para hacer las transacciones ficticias (Aglietta y Rebérioux, 2005). Por ficticio se entiende al capital que no es parte integrante de las fuerzas productivas, por lo que su precio es determinado por otros factores tales como el nivel de los dividendos esperados, la tasa de interés y la coyuntura del mercado de valores. Este capital se llama ficticio no por irreal, sino porque se trata de una realidad económica muy específica.

Representan el sentido de un continuo aumento del carácter puramente ilusorio, imaginario, de los títulos que componen ese capital y deben liberar *ganancias* (Chenais, 2008) lo que a su vez, incita a otros agentes o entidades a una toma de riesgo mayor, caso es el aumento de los derivados del crédito.<sup>41</sup> El capital ficticio no puede ser determinado cuantitativamente con seguridad, lo que sabemos es solo una apreciación que cambia constantemente. Aunque los derivados sirven para cubrir el riesgo, no puede decirse que estén exentos de riesgo. El riesgo no desaparece simplemente se traslada.

Estos productos representaban en el mejor de los casos un riesgo enorme: “los mejores expertos y las organizaciones internacionales como el BM o el FMI confiesan no saber cuáles son los agentes que finalmente asumen el riesgo” (Boyer et al, 2005: 4 – 5).

- e. Estos *nuevos instrumentos y mecanismos* en las finanzas internacionales son administrados por grupos de operadores financieros que han desviado los recursos financieros de la actividad productiva hacia colocaciones con un objetivo puramente financiero. Estos nuevos operadores financieros son los llamados inversionistas

---

<sup>41</sup> El valor teórico de los derivados crediticios comerciales globales había crecido espectacularmente hasta los 26 billones de dólares para la primera mitad de 2006 (Bellamy, 2007:48)

institucionales,<sup>42</sup> cuya gestión permiten la unidad de los mercados y la liquidez financiera.

Se trata de un pequeño número de grandes inversores, con un elevado poder de mercado, lo que los coloca como los protagonistas de las “altas finanzas internacionales,” que a través de su posición en los mercados, de sus estrategias de colocación y de su diversa vinculación con otros intermediarios financieros, inician un proceso de bursatilización de las empresas. Desarrollan estrategias de colocación que no están vinculadas directamente a la solidez de los fundamentos económicos de los países y/o de las empresas, asegurando un nivel de rentabilidad por encima de cualquier parámetro con el que pudiese comparársele (Plihon, 2003; Correa, 2004b y 2001 Jeffers, 2003).

- f. De modo tal el régimen de acumulación con predominio de lo financiero representa la relevancia de tendencias y su relación entre sí, de nuevas prácticas y nuevas dinámicas para que actores sociales operen a través de novedosas formas y medios la constitución de sus rentas financieras.

No sólo se refiere a la posición y función de los inversionistas institucionales en el sistema financiero que les permite obtener enormes rentas financieras, sino también, a la gestión en la tesorería de las empresas no financieras.

Las mayores corporaciones realizan operaciones por medio de su brazo financiero o de su tesorería que les reportan cuantiosas ganancias a partir de la participación en mercados estructurados, las corporaciones buscan obtener utilidades crecientes e inmediatas mediante la participación en mercados financieros: mercado de acciones y mercado de bonos y de derivados.

---

<sup>42</sup> Los inversionistas institucionales han sido descritos como la diversa gama de intermediarios y compañías que participan en los mercados financieros: fondos de pensiones, sociedades de inversión, aseguradoras, fideicomisos, fondos de cobertura, fondos mutuos, etc., comprando, vendiendo y manteniendo títulos en sus carteras, mientras que a su vez reciben depósitos de ahorristas. *Su objetivo, aunque específicamente son diversos según el tipo de compañía, es esencialmente generar una renta atractiva para los participantes* (Correa, 2004b:264).

Anteriormente su función era conocida como la habilidad de la “alta escuela”.<sup>43</sup> Les permite practicar estrategias para incrementar el valor de los títulos en busca de obtener en las mejores condiciones un incremento de rentas financieras. Las transacciones financieras, que su base son los títulos (acciones y obligaciones), acaban por ignorar el proceso que está en el origen de los dividendos e intereses: la esfera productiva. Se puede sostener que es el comportamiento de las grandes empresas parte sustancial del proceso de *financiarización*, se trata del desarrollo de las formas financieras como método para formar y acrecentar las utilidades de las grandes empresas (Vidal, 2010 y 2009).

François Chesnais (2005; 2003 y 2001) utiliza el término *financiarización*, para sintetizar de forma rápida los procesos arriba señalados, pero cuya preocupación central es el de analizar el “nuevo modo de funcionamiento sistémico del capitalismo mundial”, que puede ser definido como una etapa particular de la evolución del imperialismo, entendido éste como la dominación integral e internacional por parte del capital financiero.

En fechas recientes, conforme se fortalecen los procesos de *financiarización*, se han generado diversos debates. Su hipótesis se ha difundido en distintas versiones y para algunos este fenómeno parece obedecer a las leyes más generales del capitalismo, y no debería dar lugar a pensar en algún régimen de acumulación particular (Astarita, 2008:10). Sin embargo, su estudio reclama una agenda de investigaciones de más largo alcance. Como se menciona arriba, en el centro de las preocupaciones aparece la relación que guarda la esfera financiera y la esfera productiva con el proceso de acumulación, en el contexto de una crisis del modo de regulación.

Hoy una parte elevada de los ingresos que nacieron invariablemente en el sector productivo y en el intercambio de mercancías y de servicios, es captada o canalizada en beneficio de la esfera financiera, y transferida hacia ella. Lo que no “quiere decir que no haya vínculos muy fuertes y, sobre todo, de un gran alcance económico y social, entre la esfera de la

---

<sup>43</sup> Nombre que recibían los Trusts durante la crisis del 1929, los cuales practicaban una estrategia a fin de incrementar el valor de los títulos puestos a su disposición. Para John K. Galbraith (1989:72), la pieza más notable del mecanismo de especulación durante la crisis de 1929, fueron los Trusts, cuya virtud consistía “en que establecían un divorcio casi completo entre el volumen de los valores corporativos en circulación y los activos realmente existentes”, se trataba de “nuevas máquinas de progreso financiero”, formado por la *Aristocracia de Inversores Afortunados*, “jamás antes o después llegaron tantas personas a ser tan maravillosa, tan rápida y tan fácilmente ... ricas”.

producción y el comercio y la de las finanzas. La esfera financiera se nutre de la riqueza creada por la inversión y la movilización de una fuerza de trabajo con niveles de calificación múltiples” (Chesnais, 2001:23 – 24).

Nuestra aportación a la agenda de discusión, es el de establecer una relación entre las actividades de la esfera productiva y las finanzas, por medio del estudio del tipo de cambio en un espacio económico determinado. Al proceso de *financiarización* lo identificamos en dos dimensiones. Los cuales utilizaremos para validar la hipótesis de trabajo: el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias de estabilidad, confianza y rentabilidad que reclaman los movimientos internacionales de capital.

En una de sus dimensiones la *financiarización*, se encuentra cuando los espacios monetarios de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, traduciéndose en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales. Tal comportamiento se desarrolla con mayor fuerza a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación. Esta gestión pública del entorno macrofinanciero favorece la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo, alentando el comportamiento especulativo sobre el comportamiento de empresa. En ese contexto toma aliento la segunda dimensión de la *financiarización*.

En ella se identifica cuando en las grandes empresas se utiliza un porcentaje creciente de los fondos de inversión para adquirir activos financieros. Los cuales no se dirigen a la producción, sino sólo a la detención de riqueza logrando una rentabilidad pero sin garantía de una expansión en conjunto a largo plazo.

## 2.21 DIMENSIONES DE LA FINANCIARIZACIÓN

En la actualidad la hipótesis de la *financiarización* se ha difundido en distintas versiones y como se apuntó más arriba, su estudio reclama una agenda de investigaciones de más largo alcance. En el centro de las preocupaciones de este trabajo aparece el estudio del comportamiento del tipo de cambio en un espacio económico en la periferia en tiempos de *financiarización*. Nuestra aportación a la agenda de investigación es entonces el de ofrecer que es en la relación que guarda el manejo de la política en el ámbito financiero nacional, que motiva un entorno macrofinanciero y la manera de cómo las grandes empresas con origen en México manejan su tesorería para la construcción de su beneficio, donde se encuentra cierta evidencia para afirmar que *la determinación del tipo de cambio en México pasa a ser un componente estructural del régimen de acumulación con dominación financiera*. Para ello, ofrecemos el estudio de dos dimensiones de la *financiarización*.

En una dimensión la *financiarización*, se desarrolla cuando en los espacios monetarios de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, traduciéndose en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales. Tal comportamiento se desarrolla con mayor fuerza *a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación*.

Al adoptar un régimen de cambios flotantes,<sup>44</sup> se genera un proceso de incertidumbre sobre los precios y costos debido a la flotación y la volatilidad de la moneda, “las tasas de cambio erráticas combinadas con las tasas de interés impide, en una economía abierta, toda previsión sobre las series de precios y de costos ligados a una inversión dada y en consecuencia a toda anticipación de un beneficio futuro” (De Bernis, 1988:60).

Así, el mercado de cambios presenta comportamientos caóticos, sus movimientos están ampliamente desconectados de los movimientos de las variables fundamentales subyacentes que los gobiernan en el corto plazo, lo que “cuestiona la validez de la teoría de la paridad del poder de compra, la cual supone que los tipos de cambio están determinados

---

<sup>44</sup> Aunque se supone que dentro de éste régimen son las fuerzas de mercado las que fundamentalmente determinan los tipos de cambio, son los grados de intervención los que lo modifican, dando lugar a modalidades de fijación de los tipos de cambio conocidas como de “flotación sucia”. Un ejemplo lo ofrece el caso de la economía mexicana, donde se mantiene *estable* el tipo de cambio nominal y *apreciado* el real.

por la posición comercial de un país. Bajo las condiciones de libre movilidad de capitales que prevalecen bajo la globalización neoliberal, son los movimientos de capital los que determinan el nivel de los tipos de cambios, y no el comercio de mercancías” (Guillén, 2007:316 – 317).

Se encuentra que los tipos de cambio se separan de su relación con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales, alejando a las paridades cambiarias como un instrumento clave de regulación entre dos sistemas de precios relativos de los bienes exportables y no exportables de una economía. Es entonces cuando los comportamientos del tipo de cambio quedan supeditados a los movimientos del capital que operan en la esfera financiera, en tanto que estos flujos llegan a representar una cantidad más importante que los generados de los pagos de bienes y servicios y de las transferencias.<sup>45</sup>

La adopción de un régimen de flotación representó un condición para hacer de los movimientos de capitales de una moneda a otra, una manera de obtener ganancias, que combinado con libertad de los movimientos de los flujos de capital generan el mecanismo para garantizar las exportaciones de la rentabilidad alcanzada en los países subdesarrollados, tanto por los préstamos y colocaciones financieras como por las inversiones directas. Entonces, las paridades cambiarias se presentan como uno de sus mecanismos en la extracción y transferencia del excedente de los países subdesarrollados a los desarrollados. Para los países subdesarrollados, la generación de su excedente es transferido “a través de su sistema de precios a los países dominantes” (De Bernis, 1987:21).

Lo señalado expresa una dimensión de la *financiarización*. Este proceso se presenta como una tendencia propia de ciertas economías subdesarrolladas y su comportamiento de política económica, es decir, cuando en los espacios monetarios locales se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, la gestión de la moneda se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno.

---

<sup>45</sup> El mercado cambiario internacional es el más importante en término de volumen de sus transacciones. En 2002 se manejaban recursos diarios por 1'200,000 millones de dólares, de los cuales el 59% correspondían a transacciones interbancarias, 28% a operaciones con inversionistas institucionales y otros intermediarios financieros, y sólo 13% a operaciones corrientes vinculadas al comercio exterior de bienes y servicios (Guillén, 2007:63 – 64).

Las determinantes a las cuales responde la política económica ya no son ni el crecimiento, ni el desarrollo del mercado interno, ni el empleo, sino determinaciones esencialmente ligadas a la valorización de los activos y pasivos de operadores que se encuentran en el sistema productivo local, pero cuya lógica de comportamiento se encuentra en los mercados internacionales <sup>46</sup> “hoy en día los Estados no disponen de un poder para administrar la moneda” (De Bernis, 1978:60), para los países subdesarrollados significa, en más de un sentido, la “renuncia al derecho a tener una política de desarrollo” (Furtado, 2007:25).

El capítulo tercero está reservado a la demostración de esta dimensión de la *financiarización* examinando la gestión pública del comportamiento cambiario en México. Una alusión de esta dimensión lo encontramos cuando los gobiernos manejan Bancos Centrales Autónomos que están atentos al control de la inflación a través de tasa de interés y el tipo de cambio. El interés de la macroeconomía se reduce a la vigilancia en los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio, lo que se ha identificado como la “macroeconomía financiera.” En tal sentido, la exigencia de monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria de estos países en busca de la afluencia de capitales que persiguen un mayor premio, ya sea, tanto por préstamos y colocaciones financieras como por las inversiones directas a través de instituciones financieras o por los brazos financieros y tesorerías de las grandes empresas. El fin del comportamiento del tipo de cambio y la política cambiaria es el de fortalecer la liquidez y profundidad del mercado local en moneda doméstica para ofrecer garantías en la transferencia de rentas financieras (Correa, 2008; Lichtensztejn, 2008).

La generación de un entorno macrofinanciero favorece la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo. Una referencia son las actuales formas de gestión de las corporaciones en su manejo de tesorería para la construcción de su beneficio, donde los mercados financieros aparecen como relevantes, vía de los bancos de inversión, intermediarios no bancarios, corredurías y fondos de inversión diversos, constituyendo un cambio en las estructuras de financiamiento de las empresas.

---

<sup>46</sup> Eventualmente el movimiento del tipo de cambio puede representar una fuente de ganancia (pérdida) cambiaria para los inversionistas extranjeros que depositan sus capitales localmente. Los rendimientos de los títulos financieros, dejan de depender enteramente de las tasas de interés, por la movilidad del tipo de cambio. Parte de la rentabilidad de ese capital, depende más ahora de las variaciones cambiarias, por ello los operadores financieros tratan de evitar las pérdidas de cambio y generar ganancias cambiarias.

El resultado es una tendencia al fortalecimiento de la otra dimensión de la *financiarización*. Las corporaciones mantienen en forma líquida una porción cada vez mayor de sus flujos de tesorería, lo que no necesariamente se vincula con el financiamiento de la actividad productiva. El resultado es una preferencia de financiamiento en las grandes empresas con fondos propios, donde se utiliza un porcentaje creciente de sus fondos de inversión en adquirir activos financieros, los cuales no se dirigen a la producción, sino sólo a la detención de riqueza logrando una rentabilidad pero sin garantía de una expansión en conjunto a largo plazo.

Se establece una lógica donde las estrategias privadas, ante problemas de rentabilidad o favorecidas por entorno macroeconómico persiguen resultados a corto plazo ligadas a la exigencia de obtención de cuantiosas ganancias, más que su capacidad productiva y la generación de ganancias estables a largo plazo. Las finanzas terminan condicionando las actividades y estrategias de crecimiento empresarial.

Se encuentra que en la actualidad, para las grandes empresas la rentabilidad no tiene como única y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva, sino que en ocasiones las colocaciones financieras y / o de sus anticipaciones sobre el valor futuro de las divisas son más importantes (Chesnais, 1994, 1996 y 2003; Vidal, 2002, 2003 y 2004).

Las tesorerías de las empresas *se convierten en centros autónomos de beneficio*: compran bonos, realizan colocaciones en la bolsa y toman papeles de diversas compañías, compran futuros y tienen una participación destacada en los mercados de cambios, de esta manera, buscan diversificar sus carteras para aprovechar permanentemente las oportunidades más rentables. Las corporaciones modifican de manera constante la composición de sus carteras de divisas, realizan compras y ventas en el día a las que destinan muchos más recursos de los que serían necesarios para cubrir sus operaciones productivas (Vidal, 1999 y 2002).

Las operaciones por cuenta de las tesorerías de las grandes empresas explican gran parte de las transacciones de arbitraje de divisas que es la mayoría de lo que se mueve en los mercados financieros. Las transacciones que se realizan en el mercado de cambios son cincuenta veces más importantes que aquellas que se vinculan al comercio internacional de bienes y de servicios, de esto deriva un aumento de las elasticidades de sustitución de las carteras financieras entre diferentes divisas según las variaciones de los rendimientos relativos anticipados (Aglietta, 1987; Plihon, 2003b; Vidal, 2003).

En lo sucesivo la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves se constituyen en un objetivo en si mismo, lo que no necesariamente es compatible con las inversiones a plazos largos que permitan ampliar la capacidad de producción y se vinculen al crecimiento endógeno de la demanda efectiva (Vidal, 2007). El resultado es la separación<sup>47</sup> entre la “débil probabilidad de una ganancia a mediano plazo y largo plazo y la posibilidad de una ganancia mucho más inmediata” (De Bernis, 1988:60).

Lo anterior refleja la lógica de funcionamiento económico basado en la obtención de rentas financieras de la empresa sobre el desarrollo de su actividad o del empleo, donde la actividad de las empresas queda sometida a una lógica de corto plazo, que encuentra mejores expectativas a través de simples operaciones financieras, mediatizada por las variaciones de los tipos de interés y de los tipos de cambio, en un contexto de gran incertidumbre que es antagónico con el horizonte de medio y largo plazo que requieren las grandes decisiones sobre inversión e innovación tecnológica (Plihon, 2003; Vidal, 2003).

El objetivo prioritario que se impone a las empresas es la creación de valor para el accionista, por medio de la gestión de los inversionistas institucionales, quienes imponen criterios de gobierno en las sociedades que controlan. Se hace referencia en ese sentido al *corporate governance*, es decir al gobierno de empresa (Plihon, 2003:29)

Una referencia de esta dimensión de la *financiarización* son las actuales formas de gestión de las tesorerías de algunos de los grandes grupos de capital privado con origen en México. En la estrategia de expansión de estos grupos, que tanto, como permiten la participación de capital externo en sus empresas, manejaron sus tesorerías para la construcción de su beneficio combinando el entorno que genera la apertura y liberalización financiera con una situación macroeconómica local, que expresa a través de la política monetaria, la necesidad de garantizar la sustentabilidad en la transferencia de rentas financieras. La preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva de las grandes empresas, pasa necesariamente por la comprensión del manejo de la política en el ámbito financiero nacional.

---

<sup>47</sup> Para De Bernis (1989:114), de mantener esta separación entre la esfera productiva y la esfera financiera es necesario “que la tasa de crecimiento de la masa de ganancia de la esfera productiva no dejará de ser superior a la tasa de crecimiento de la esfera financiera para que la situación se mantenga estable, y *esto es imposible*, ya que el mercado de valores no es otra cosa que un espejo en el cual se representa una imagen de la subyacente o fundamental y básica situación económica”. Y si el “sistema económico es causa, el mercado de valores es efecto, y *nunca al revés*” (Galbraith, 1989:114). En tal sentido, la esfera productiva no sólo *domina* sino *dirige* a la esfera financiera.

Para mostrar la forma en que manejan las grandes empresas sus tesorerías en la construcción de su beneficio y con ello sustentar esta dimensión de la *financiarización*, el capítulo cuatro se analizará a las corporaciones más representativas de los sectores económicos, tanto a los que son propiedad de inversionistas del país, de la industria del cemento a Cemex, de la industria minera, al Grupo México; del sector manufacturero, a los grupos Alfa y Vitro, de la industria panificadora a Grupo Bimbo y en el sector servicios al Grupo Carso, como a quienes comparten sus intereses con inversionistas del exterior, Femsa y Gruma.

## CAPITULO TERCERO

### FINANCIARIZACIÓN Y DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO Y POLÍTICA CAMBIARIA EN MÉXICO.

Existe una estrecha relación entre el fortalecimiento del proceso de *financiarización* y la gestión de las diferentes monedas. Dicha relación aparece cuando en los espacios monetarios locales se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo. En particular para en el caso de México encontramos que en la actualidad la gestión de la moneda se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno. En más de un sentido, en general para el conjunto de países subdesarrollados, se renuncia al derecho a tener una política de desarrollo.

Como se señaló anteriormente, el abandono del régimen de tipos de cambio fijos por *regímenes de tipo de cambio flexibles* incrementó los riesgos e incertidumbres de las actividades comerciales e industriales ya que “las tasas de cambio erráticas combinadas con las tasas de interés impide, en una economía abierta, toda previsión sobre las series de precios y de costos ligados a una inversión dada y en consecuencia a toda anticipación de un beneficio futuro” (De Bernis, 1988:60). Entonces, “las fluctuaciones en los tipos de cambio se convirtieron en un factor determinante fundamental de las variaciones experimentadas por los flujos de tesorería, las ventas, los beneficios y los activos de las empresas poseídos en diferentes países y cotizados en diversas monedas” (Arrighi, 2007:168).

Tratando de protegerse frente a esas variaciones o de aprovecharse de ellas, las grandes empresas tendieron a incrementar el volumen de liquidez dedicado a los mercados financieros internacionales. Deseando asegurar el cobro de sus ganancias financieras en los llamados “valores reales”, buscaban la estabilidad de las monedas y el control de la inflación para favorecer el mantenimiento de sus capitales líquidos y de los activos financieros en un espacio económico determinado. Su participación en un sentido, influye en la determinación de los precios relativos locales, procurando que la moneda en que está denominado su activo no pierda valor siendo fruto de la inflación o de una depreciación.

Se impone la nueva norma de las finanzas internacionales: remuneración elevada, inflación escasa (Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; De Brunhoff, 2001). Lo que aleja a las paridades cambiarias de los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales modificando sus determinantes tradicionales.

Para las economías subdesarrolladas lo anterior se traduce en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales (Plihon, 2003). Monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria de éstos países en busca de la afluencia de capitales, los cuales persiguen un mayor premio. Ahora, además del comportamiento de la tasa de interés los capitales se desplazan de un mercado a otro en busca de las primas de cambios de ganancias financieras, buscan diversificar sus carteras para aprovechar permanentemente las oportunidades más rentables. De manera que tasas de interés y expectativas de rentabilidad en títulos denominados en distintas monedas modifica sustancialmente su rentabilidad. El tipo de cambio está en función de las condiciones de confianza y rentabilidad de pago a dicho capital.

La flexibilidad en los tipos de cambio de las principales monedas abrió uno de los más tradicionales y más rentables negocios financieros el “carry trade”. Con el arbitraje de monedas con diferentes rendimientos prevaleció el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades (Chesnais, 2001; Correa, 2007b; Guillén, 2007; De Bernis, 1999).

Lo que se tradujo en un atractivo para los inversionistas foráneos, pues significaría no sólo mantener su riqueza financiera y recibir íntegramente sus intereses, sino que también verse premiados con ganancias extraordinarias, en su propia moneda, ante un movimiento de apreciación del tipo de cambio (Huerta, 2007; Perrotini, 2007; Vidal, 1986).

Como resultado los espacios monetarios locales de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, con lo que la gestión de la moneda se aleja de ser un instrumento activo de crecimiento endógeno. Lo que se traduce en la renuncia al manejo soberano del espacio monetario de estos países (Girón, 2007).

En las economías subdesarrolladas, las instituciones monetarias se enfocan sobre el objetivo único del combate a la inflación, lo que implica mantener estable las paridades. En

el pasado la política monetaria, en las economías subdesarrolladas era considerada como un conjunto de instrumentos, al que junto con otros de la política económica, contribuía a controlar la inflación, reducir el desempleo, lograr una mayor tasa de crecimiento de la renta o producción real y / o mejorar el saldo de la balanza de pagos. Al tiempo de haber contribuido a la estabilidad de precios la política monetaria era considerada también como un instrumento activo de crecimiento económico. La gestión monetaria por parte del Estado tenía entonces dos objetivos básicos y generales: 1) el control de la inflación y, 2) el estímulo a la producción (Levy, 2002; Mántey, 1999; Guillén, 2001; Ortiz, 2003, 2007 y 2007b; Moreno – Brid, 1998 y 20002).

A partir de la década de los setenta, en un entorno monetario internacional bajo condiciones de libre movilidad de capitales, régimen de flotación cambiaria y desregulación de los mercados financieros, se empieza a generar consenso en el marco de la macroeconomía ortodoxa de que el objetivo central de la política monetaria debe ser el logro de la estabilidad de los precios; por lo que la política monetaria aparece principalmente en las economías subdesarrolladas como neutral en la generación de empleo y de crecimiento económico para adaptarse a las condiciones impuestas por “la formula para la mejor practica” de la política monetaria.

La estabilidad, un objetivo de política deseable *per se* aparece como la meta primaria de largo plazo de la política monetaria (Perrotini, 2007c; García, 2007) lo que implica dos elementos estrechamente relacionados: el control y combate de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio (Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; Ortiz, 2007b; Perrotini, 2007b; Guerrero y Urzúa, 2007).

Se afirma que estamos en presencia de un nuevo consenso macroeconómico en torno al régimen de metas de inflación (inflation targeting), donde existe sólo un compromiso institucional: la estabilidad de precios para lograr la meta inflacionaria. Se busca institucionalizar una *buena* política monetaria e imponer disciplina a los bancos centrales (Rochon y Rossi, 2007).

El enfoque considerado como la “mejor práctica” para la banca central consiste en: 1) independencia del banco central; 2) énfasis en el combate inflacionario (adopción de metas inflacionarias) y; el uso de métodos indirectos de políticas monetarias (Bernanke et al,

1999). La idea es que en cuanto más independientes son los bancos centrales, más creíble es su lucha contra la inflación.

En el caso de México, los objetivos de la política monetaria se han reducido sistemáticamente hasta la prioridad en la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. Bajo la égida del FMI a partir del segundo semestre de 1989 se inicia una etapa de la desregulación y liberalización del mercado financiero mexicano, que incluía una importante reforma del sistema financiero: liberalización de los prestamistas y prestatarios, abolición de la restricción al crédito, y supresión de reservas obligatorias (Aglietta y Moatti, 2002:109 – 115; Mántey, 2004). Así, el mercado de valores se abrió a la inversión extranjera de cartera y se apoyó a la concurrencia de empresas, valores e intermediarios financieros mexicanos en mercados internacionales, lo que implicó el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y la preponderancia otorgada a las operaciones de mercado abierto.

Lo anterior, aunado con la eliminación del control de capitales y del papel del tipo de cambio fijo como instrumento, generó cambios radicales en la composición de los agregados monetarios y, en consecuencia, en el diseño y ejecución de la política monetaria y cambiaria (Ampudia, 2007; Mántey, 2005 y 2007; López, 2007).

Ahora, los instrumentos directos de control de la oferta monetaria (cajones selectivos de crédito, así como la supresión de todo tipo de restricciones cuantitativas sobre los recursos captados mediante instrumentos bancarios) se han cambiado por instrumentos indirectos orientados al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos que en relación con el proceso de liberalización del sistema financiero provee el marco operativo esencial para la libertad de los mercados monetarios de dinero y cambiario (Mántey, 2007b; Ampudia, 2003).

El papel de la banca central se concentra sólo en el suministro de oferta monetaria en función de la demanda esperada, lo que implica su conducción a través de dos instrumentos fundamentales, dentro de una estrategia de metas de inflación: el corto monetario (régimen de saldos acumulados: saldo objetivo corto) y operaciones de mercado abierto. Así, Banxico incide permanentemente en el circuito cambiario, vendiendo y comprando divisas a fin de mantener la paridad, con lo que se desprende que *el tipo de cambio pasa a estar determinado por el comportamiento de la oferta y demanda de divisas.*

Dicho comportamiento esta en función de los que controlan la moneda, de tal modo toda estrategia de política monetaria se centra en un objetivo básico: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. Pues desde la crisis de la deuda externa de 1982 al presente, la estabilidad macroeconómica se constituye en el objetivo fundamental y prioritario a conseguir de la política económica (Mántey, 2004; Girón, 2007; Correa, 2004, Ortiz, 2007b). Así, las actividades del banco central – entendido como la acción de las autoridades monetarias – van encaminadas a lograr la estabilidad monetaria y financiera y, por ende, la estabilidad en el tipo de cambio lo que implica mantener estable la moneda.

Es aquí donde el tipo de cambio cobra una mayor relevancia. Actualmente se reconoce, tanto en los círculos académicos como en los organismos de decisión gubernamental, que el tipo de cambio es una variables operativa o instrumental de los bancos centrales (Gigliani, 2008) a la vez que regula los precios es promotor del cambio estructural.

Como promotor del cambio estructural el desempeño del tipo de cambio se asocia cada vez más con la estabilidad de los mercados financieros como un instrumento que busca su seguridad a través de garantizar las exigencias y condiciones de confianza y rentabilidad del *capital de colocación financiero* y en particular se ve reflejado en el comportamiento de la balanza de capitales con la afluencia de capitales privados.

Como lo esbozamos desde el inicio del trabajo nuestra *hipótesis sugiere que el movimiento determinante del tipo de cambio, para el caso de México, se ubica desde el mercado de capitales, por el imperativo de atraer capitales, así sea elevando la tasa de interés y fijando la tasa de cambio para bajar la inflación, lo que cambia la forma tradicional en la cual se buscaba en la balanza de mercancías los determinantes del comportamiento cambiario.*

Este capítulo esta destinado a examinar la gestión pública del comportamiento cambiario en México, estudiando el tipo de cambio y la política cambiaria a través de la experiencia obtenida en los diversos regímenes cambiarios, destacando la aparición de una nueva forma de articulación entre el tipo de cambio y la cuenta de capitales de la balanza de pagos inducida por la desregulación financiera y la liberalización de los mercados de capitales.

En tal sentido, la parte primera esta orientada a mostrar los distintos arreglos cambiarios con los cuales se ha experimentado en México, desde el tipo de cambio “fijo pero ajustable” que prevaleció en la época del RBW hasta el actual régimen de libre flotación

(considerado como una *flotación administrada o sucia*) destacando que la actual combinación entre la libertad en el flujo de capitales y la flexibilidad cambiaria no siempre ha estado presente a lo largo de la historia. En la parte dos, el análisis se sitúa en el estudio del tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios, abordando los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, mismos que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional (FMI); 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo, y; 3) la regla de Taylor, en donde la tasa de interés desempeña el papel de regulador de los precios de las mercancías. Aquí destacamos que los efectos de la inflación, en la última estrategia, se asocia cada más al mercado de activos financieros y cada vez menos al de bienes y servicios.

La parte tres esta dedicada al estudio del tipo de cambio como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción local, identificándolo como un instrumento comercial y productivo, aquí se acentúa el papel de las devaluaciones en el contexto de un “tipo de cambio competitivo” y su lectura en un ambiente de desregulación financiera. En la parte cuatro se ofrece la exploración del tipo de cambio en un ambiente de la libre movilidad de capitales y paridades flexibles, a través del “*nuevo consenso macroeconómico*”, entorno a la estabilidad monetaria y de precios; con la cual se busca justificar el posible reemplazo en la caracterización y comportamiento del tipo de cambio y sugerir una nueva determinación.

La intención de estos dos últimos capítulos es presentar regularidades empíricas del proceso de *financiarización* equiparando dos de sus dimensiones, para mostrar elementos que permitan colaborar la hipótesis.

### 3.1 REGÍMENES CAMBIARIOS EN MÉXICO

En nuestro objetivo se establece que los determinantes del tipo de cambio se han modificado a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación. Como lo señalamos en el capítulo anterior, La renuncia del RBW, dio paso a uno de los debates más citados en la literatura <sup>48</sup> ante la elección de un régimen fijo o uno flexible y que a partir de las recientes y sucesivas crisis financieras, cambiarias y / o bancarias, recobra una mayor fuerza la discusión sobre los arreglos cambiarios. Ahora se cuestiona la pertinencia de los regímenes cambiarios tradicionales, *fijos o flexibles* en la medida que avanza el proceso de liberalización de los movimientos de capitales.

Tradicionalmente el razonamiento a favor de uno u otro régimen <sup>49</sup> solía hacerse en función de la exposición de la economía a perturbaciones sobre los términos de intercambio. Es conocida la propuesta que desde la perspectiva macroeconómica neoclásica ofreció M. Friedman, <sup>50</sup> que constituye la pieza básica en la defensa moderna de los tipos de cambios flexibles y en la revisión de los errores sobre los que se basó la defensa de los tipos de cambio fijos. En donde sostiene que el tipo de cambio flotante y la eliminación de las medidas de regulación del capital constituían un avance inexorable hacia un sistema

---

<sup>48</sup> Los elementos centrales de dicha discusión desde la perspectiva de la teoría dominante, han sido documentados en diferentes libros de texto de economía internacional, entre otros se encuentran: Appleyard y Field (2003), Juan R. Cuadrado et al. (2001), Paul Krugman y Obstfeld (2001), Andrés Fernández Díaz, et al. (1999), Fernando Ossa (1999) y, Juan Tugores (1999). Además existen un sin número de estudios sobre este tema, algunos citados en el presente trabajo. Edwards (2002), presenta una revisión reciente de la literatura sobre el tema.

<sup>49</sup> Dentro de los citados regímenes, además existen un espectro de opciones: 1) flotación libre, 2) flotación regulada, 3) paridad de deslizamiento, 4) fijo, con margen o zona objetivo, 5) fijo, pero ajustable, 6) fijo, por el banco central, 7) fijo, por el consejo monetario y 8) moneda unificada. Tony Latter (1997: 9 – 11) apunta características específicas de cada sistema. Reinhart y Rogoff (2002), apuntan otra tipología de regímenes cambiarios, que en lo esencial, esta contemplada dentro de la propuesta arriba citada, ambas, parten de la clasificación que ofrece el FMI, 2002.

<sup>50</sup> Friedman, M. (1953) *The Case for Flexible Exchange Rates*, en Essays in Positive Economics, University of Chicago Press, Chicago, pp. 157 – 2003.

monetario internacional más eficiente.<sup>51</sup> Sin embargo, “hacia mediados de los años ochenta, pese a que la mayoría de los países habían adoptado un sistema de tipo de cambio flexible, que se había generado una explosiva expansión de los flujos de capital internacionales, las tasas volátiles de cambio no estaban convergiendo” (Félix, 1996:169).

La expectativa es que amplias variaciones cambiarias permanezcan. “A pesar de la diversidad de regímenes cambiarios, es la flotación de las tres principales monedas de los países capitalistas más poderosos, una en relación con otras, dólar, marco y yen, lo que permite caracterizar el régimen actual como de cambios flotantes” (De Brunhoff, 2001:61), de acuerdo a las ponderaciones por el volumen de comercio internacional, el sistema actual puede muy bien ser clasificado como de flotación (Larraín, 2004).

Desde la literatura dominante se abordan seis problemas centrales en el debate sobre tipos de cambio fijos *versus* flexibles, destacando su papel en: 1) la estabilidad de precios; 2) el comercio e inversión, 3) la eficiencia en la asignación de recursos; 4) la efectividad de la política macroeconómica; 5) la especulación desestabilizadora y; 6) los choques externos (Appleyard y Field ,2003: 645 – 657).

Una parte de la teoría económica aborda el debate bajo la llamada “ley del medio excluido” mientras que otra lo plantea a través del “dilema cambiario”. El primero es una aportación de S. Fischer, mientras que el segundo ha motivado la producción de los llamados modelos de *primera, segunda y tercera generación*, los cuales son intentos para concertar acciones que eviten la recurrencia y los efectos de las crisis financieras (Ros, 2001).

Ambas coinciden en que no parece haber un régimen cambiario intermedio apropiado para los mercados emergentes. La sugerencia es que “la mayoría de países deberían abandonar los *regímenes intermedios* en beneficio de los sistemas más extremos del espectro cambiario, como mecanismos para facilitar la gestión de la política monetaria y cambiaria en un contexto de creciente integración en los mercados internacionales” (Ripoll, 2006:54).

El debate actual dentro de la literatura convencional se centra en la discusión entre

---

<sup>51</sup> Para Milton Friedman (1953), un orden monetario que combinara los tipos de cambio flotantes con una movilidad libre del capital ofrecería las siguientes ventajas sobre el régimen de Bretton Woods: 1) las tasas flotantes absorberían los choques al aislar cada economía de los choques monetarios externos y darles mayor autonomía en sus disposiciones macroeconómicas; 2) el precio internacional de la moneda y el nivel del precio se moverían inversamente, minimizando la volatilidad del cambio real y de las tasas de interés reales; 3) el veloz ajuste de la tasa de cambio en el mercado impediría que se formaran demandas enormes de divisas y; 4) los flujos de capital a largo plazo lograrían la convergencia mundial de las tasas reales de interés, optimizando la asignación internacional de capital físico.

*regímenes extremos: más flexibles o más fijos.*<sup>52</sup>

Para Fischer (2001) la tendencia muestra que la proporción de países que se vinculan a regímenes fijos e intermedios ha disminuido paulatinamente, mientras los que adoptan un sistema más flexible han aumentado. En los países en desarrollo, esta tendencia es aún más marcada. Los regímenes intermedios han disminuido desde 68.4% del total en 1990 a 35% en 2003, mientras que los sistemas cambiarios flexibles han aumentado de 13.2% en 1990 a 45% en 2003. El incremento de los sistemas fijos ha sido mucho más discreto, pasando de 18.4% en 1990 a 20% en 2003 (FMI, 2004). Mientras que en América Latina en 1996, el 35% de los países mantenía un régimen cambiario flexible, para 2000, sumaban el 47.8%, hasta llegar a 2005, representando el 60% (CEPAL, 2003:47; CEPAL, 2005:68).

A pesar de lo anterior, se han elaborado argumentos y propuestas desde otra perspectiva. Para Aglietta y Moatti “la superioridad de los regímenes extremos desaparece en el plano monetario”, siguiendo la experiencia reciente internacional encuentran que “los tipos de cambio fijos son factores de inestabilidad que permiten la especulación. Ni siquiera los *currency boards* están protegidos contra ataques contagiosos”. “En cuanto a los tipos de cambio flexibles puros sólo son viables para economías dotadas de mercados financieros profundos y diversificados, en los que la liquidez no depende sólo de los bancos, sino también de una gran variedad de agentes no bancarios. Estas condiciones sólo existen en un pequeño número de países OCDE” (Aglietta y Moatti, 2002:197 – 199).

La conclusión que ofrecen Aglietta y Moatti (2002:199), es que “los regímenes intermedios (compromiso entre estabilidad y flexibilidad) son los únicos viables en la mayoría de los casos (...) la gestión de los tipos de cambios es diferente según el grado de desarrollo de los mercados financieros”.

Mientras que para Correa (2003 y 2007), el fortalecimiento de la moneda nacional es posible en tanto que, a través de mecanismos de cooperación monetaria y financiera, se regulen los movimientos de capital y las condiciones de refinanciamiento de pasivos. La

---

<sup>52</sup> Siguiendo la clasificación del FMI, en la actualidad se consideran tres grandes categorías de regímenes cambiarios: a) sistemas fijos más estrictos o *hard pegs*, b) regímenes intermedios o *soft pegs* y, c) sistemas más flexibles o *other managed float*. Los acuerdos fijos más estrictos incluyen a los países con *currency boards* y *dolarización*. La categoría de regímenes intermedios agrupa a países que operan con una gran variedad de acuerdos cambiarios, que incluyen las modalidades de tipo de cambio tradicionales (sistemas de tipo de cambio fijo pero ajustables vinculados a una sola divisa o a un cesta de divisas), bandas de flotación y los sistemas de flotación bruta. Finalmente, los sistemas más flexibles, llamados de libre flotación o de flotación pura, así como los de flotación intervenida (Ripoll, 2006:46).

autora insiste, para el caso de México, en establecer una agenda de discusión para la cooperación monetaria y financiera en el TLCAN, uno de los temas sería el de paridades regionales, un acuerdo entre las autoridades monetarias de los tres países para establecer tipos de cambio ajustables entre las tres monedas (en función de los niveles esperados de inflación, crecimiento de la productividad y posición comercial), anunciando previamente los tipos de cambio objetivos y el compromiso común de intervención para mantenerlos; esto es, adoptar tipos de cambios fijos, pero ajustables de manera previsible.

Dentro de la evidencia empírica, para el caso de México, se encuentra que la actual combinación entre la libertad en el flujo de capitales y la flexibilidad cambiaria no siempre ha estado presente a lo largo de su historia.

Así, se puede observar que durante 1948 – 1949, el arreglo cambiario fue flotante, en tanto, de 1957 – 1976, operó un régimen de tipos de cambio fijo y la convertibilidad del dólar en el marco del RBW. Bajo este patrón se le asignó a la moneda estadounidense una relación fija de cambio entre la divisa y el oro consistente en 35 dólares la onza troy de oro (31.1 gramos). El resto de las monedas establecieron una relación dada con el dólar, por ejemplo, durante el periodo 1956 – 1976, el tipo de cambio del peso mexicano respecto al dólar estadounidense permaneció fijo en un nivel de 12.50 pesos por dólar.

El tipo de cambio fijo, durante los años sesenta, fue acompañado de la estabilidad de precios y estos a su vez por una alta liquidez de los instrumentos de ahorro, que permitió que el público prefiriera instrumentos de captación de recursos de renta fija sobre los de renta variable <sup>53</sup> lo que alentó la generación de altas tasas de crecimiento, convirtiendo a los años sesenta en el decenio al que quizá debemos aspirar “en lo que concierne a desempeño macroeconómico y avance social. En esos años la economía creció 7.1% anualmente en promedio, la inflación fue muy baja, sólo 2.8% en promedio anual y el empleo mantuvo un crecimiento importante” (Cárdenas, 1996:56 – 66).

A partir de la década de los setenta, cuando irrumpió la crisis del modelo de sustitución de importaciones, la política cambiaria del gobierno mexicano ha experimentado diversos cambios. Después del abandono del RBW, se adoptó un régimen flotante, hasta la crisis de la deuda externa, para después practicar una gran variedad de estos arreglos. Por ejemplo,

---

<sup>53</sup> Lo anterior fomentó que el ahorro se destinara en el país en lugar de hacerlo en el extranjero, “por tanto el papel del sector financiero en el desarrollo económico del país en la década de los años sesenta adquirió una gran importancia, que se tradujo en altas tasas de crecimiento” (Cárdenas, 1996:65 – 66).

el Cuadro 1 contiene la evolución de los regímenes cambiarios en México durante el periodo de 1948 a la actualidad. Se observa que la política cambiaria ha transitado durante los últimos treinta años por diferentes esquemas cambiarios, que van del tipo de cambio fijo, el tipo de cambio flotante, régimen cambiario de deslizamiento controlado, tipo de cambio dual y deslizamiento controlado, tipo de cambio fijo con bandas de flotación y tipo de cambio flexible. Con bandas cambiarias, el tipo de cambio se usó como ancla de la inflación, 1988 – 1994 y tipo de cambio flexible combinado con una política monetaria restrictiva para atraer flujos de capital exterior, 1995 – 2008

**Cuadro 1**  
**Regímenes cambiarios en México**

Periodos	Régimen cambiario
1948 – 1949	Tipo de cambio flotante
1949 – 1976	Tipo de cambio fijo
1976 – 1982	Tipo de cambio flotante
Septiembre de 1982 – 1983	Se establece un régimen de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado (control de cambios). Establecimiento de dos paridades: un tipo de cambio controlado, con un precio más bajo, para operaciones al mayoreo (aplicado a operaciones de exportaciones, importaciones y de servicio de deuda); y un tipo libre, con un precio más alto para el resto de las operaciones (servicios turísticos, viajes e importaciones).
1983 – 1987	Minideslizamientos del tipo de cambio con propósitos subvaluatorios.
1987 – 1994	Deslizamiento predeterminado decidido en los pactos. Uso del tipo de cambio como ancla de la inflación. Eliminación de la doble paridad.
1995 – 2008	Tipo de cambio flexible (flotación intervenida) combinado con política monetaria restrictiva, con el objeto de atraer flujos de capital del exterior. La Comisión de Cambios ha implementado tres mecanismos de intervención de compra de dólares a instituciones de crédito mediante el mecanismo de opciones, venta de dólares a través del mecanismo de subasta y; mecanismo de subasta diaria de dólares.

A raíz de la crisis de 1994 – 1995, México se convirtió en el primer país de América Latina y en la única economía emergente en adoptar un régimen de flotación cambiaria,<sup>54</sup> que en su momento se consideró como transitorio, el cual fue acompañado de la instrumentación de una política monetaria cuantitativa que otorga mayor flexibilidad a las tasas de interés. Se considera que antes de la crisis de diciembre de 1994, la política monetaria estaba subordinada al régimen de tipo de cambio como ancla nominal (tipo de cambio predeterminado) lo cual entre otras cosas, había servido como guía para la formulación de las expectativas de los agentes económicos.

Después de la crisis financiera, se abandona el objetivo de agregados monetarios a favor de un objetivo de inflación explícito, lo anterior como parte de una estrategia de meta de inflación en donde la tasa de interés desempeña el papel de regulador de los precios de las mercancías. Aunque dicho esquema se adoptó oficialmente hasta 2001, varios de sus elementos ya estaban presentes antes de esa fecha. Esta nueva política monetaria se basa en la regla de Taylor, que desde el punto de vista empírico en el caso de México, parece requerir el concurso del rezago del tipo de cambio para conseguir el objetivo de estabilidad de precios, lo que provoca que el alza del precio del dinero atraiga dólares del resto del mundo al país, contribuyendo a la generación de un exceso de oferta en el mercado de divisas y a la acumulación de reservas internacionales y, consecuentemente, a una apreciación del peso frente al dólar (Guerrero y Urzúa, 2007; Perrotini, 2007 y 2007b)

Lo que ha generado que se pegue el tipo de cambio, que acompañado del aumento de la tasa de interés implica la afluencia de capitales, produciendo que *de jure* se adopte un régimen cambiario de libre flotación *de facto* se continua interviniendo en ese mercado, pareciéndose más a un tipo de cambio fijo.

A partir de lo anterior, se sostiene que para México un régimen flexible aparece bajo su modalidad de administrado (flotación sucia) donde las *intervenciones* mantienen *estable* al tipo de cambio nominal (cuasi fijo) y *apreciado* (sobrevaluado) al real, en una situación de

---

<sup>54</sup> Que fue acompañado por los primeros productos derivados de monedas de países emergentes operados por el mercado Chicago Mercantile Exchange (CME). En el CME se empezaron a operar derivados del peso mexicano en abril de 1995, sólo cuatro meses después de la crisis de 1994, mientras el Mexder inició operaciones en diciembre de 1998 y desde entonces introdujo los contratos de futuros del tipo de cambio peso – dólar, ambos mercados son considerados como una condición importante para la implementación exitosa del régimen cambiario de libre flotación. Anteriormente este régimen estaba confinado a economías más desarrolladas y particularmente al G – 3, siendo economías con gran credibilidad en su política monetaria (Martínez, 2005:14 – 21).

libre movilidad de capitales. Dicho lo anterior, se pueden identificar en general que el manejo de la política cambiaria en diversos países Latinoamericanos y del resto del mundo había presentado dos tendencias fundamentales hasta ahora. La primera, considera al tipo de cambio como ancla nominal de la inflación, y la segunda como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción nacional.

Para el caso de México, en la segunda mitad de la década de los setenta y hasta 1987, se usó para elevar la competitividad de las exportaciones, por lo que el tipo de cambio real se mantuvo subvaluado. Desde 1987 hasta la actualidad se ha utilizado como ancla para disminuir la inflación, provocando notables cambios en su naturaleza, al menos en el corto plazo debido principalmente a los flujos de capital.

Ahora como ya se hizo notar, se podría establecer una tercer tendencia, al percibirse que el comportamiento cambiario puede representar una fuente de ganancia (pérdida) cambiaria para los inversionistas extranjeros que depositan localmente sus recursos. En este sentido, *el régimen de tipo de cambio flexible, la apertura de la cuenta de capital y el esquema de metas de inflación se han complementado de manera adecuada para la obtención de ganancias financieras*. Por lo que, como sostenemos en nuestra hipótesis, el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias y condiciones de confianza y rentabilidad de la esfera financiera.

En lo que sigue se analiza el estudio del tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios, abordando los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, mismos que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional (FMI); 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo, y; 3) la regla de Taylor.

## 3.2 EL TIPO DE CAMBIO EN EL MARCO DE LA ESTABILIDAD MONETARIA Y DE PRECIOS

Históricamente se ha asociado la vigencia de un tipo de cambio fijo con periodos donde los gobiernos emplearon un ancla nominal para controlar la inflación, por lo que se ha establecido que los periodos de baja inflación han estado asociados al anclaje del tipo de cambio nominal, ejemplo de ello han sido la etapa del desarrollo estabilizador (1955 – 1971), en el que el tipo de cambio era fijo, y la etapa de los pactos económicos (1988 – 1994), en que la depreciación fue pequeña, gradual y concertada (Mántey, 2005:83). Bajo la actual estrategia de estabilidad, a través de un modelo de inflación objetivo descrita como regla de Taylor, vuelve aparecer el tipo de cambio como ancla complementaria, pero esta vez, bajo un régimen de tipo de cambio flexible.

En su búsqueda de la estabilidad macroeconómica (estabilidad monetaria y de precios) el gobierno mexicano ha ensayado tres enfoques de política económica, desde la crisis de deuda externa de 1982, que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación que han sido probados en orden secuencial: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional (FMI) que postula que (a) la inflación está determinada por la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, por lo que el banco central debe tener como meta una tasa de crecimiento constante de la cantidad de dinero o de la base monetaria y (b) los instrumentos de la política son el déficit fiscal y el tipo de cambio; 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo, en la cual la paridad cambiaria es el instrumento de la estabilidad interna y; 3) la regla de Taylor, en donde la tasa de interés desempeña el papel de regulador de los precios de las mercancías (Perrotini, 2007, 2007b y 2007c).

### 3.21 EL MONETARISMO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El primer enfoque constituye el modelo monetario canónico del FMI, llamado *Marco de Programación Monetaria Básica*, el cual se aplica en el mundo no industrializado desde los años setenta (FMI, 1987). Durante 1983 – 1987, la estrategia de estabilización de la macroeconomía mexicana se basó en esta ortodoxia utilizando dos instrumentos de estabilización macroeconómica, el déficit fiscal y el tipo de cambio, para alcanzar dos metas, la estabilidad de precios y el equilibrio de la balanza de pagos. El FMI (1987) postula que el tipo de cambio es más efectivo para obtener la meta de equilibrio de la balanza de pagos, mientras que el instrumento del déficit fiscal lo es para alcanzar la meta de inflación deseada. En suma, siguiendo al FMI, la combinación de la devaluación del tipo de cambio y el ajuste del desequilibrio fiscal permiten alcanzar la estabilidad macroeconómica.

Como puede observarse, la ortodoxia del FMI, no contempla ningún papel activo de la tasa de interés como reguladora de los precios, el control de la inflación depende de la administración exógena de los agregados monetarios y del equilibrio de las finanzas públicas.

Sin embargo, “la ostensible contradicción entre los pronósticos y los resultados del modelo de meta de inflación del FMI obligó al gobierno a cambiar de estrategia anti – inflacionaria” (Perrotini, 2007). Los resultados fueron contrarios a los pronosticados: la inflación aumentó de 59% en 1982 a 160% a fines de 1987 pese a las políticas de restricción monetaria y fiscal; el crecimiento económico fue 0.2% en promedio anual durante 1983 – 1988; el tipo de cambio pasó de 57.2 a 2,281 pesos por dólar. En consecuencia, la extraordinaria volatilidad financiera fomentó una caída en la inversión fija total, pública y privada como porcentaje del PIB, lo que explica el estancamiento productivo del periodo (Perrotini, 2007 y 2007b). Así, a partir de fines de 1987 se introdujo un nuevo modelo basado en el ancla nominal del tipo de cambio.

La nueva estrategia implementó un plan mixto y heterodoxo preservando el régimen de tipo de cambio fijo como ancla nominal en un ambiente de política fiscal restrictiva consistente con la disminución esperada de la tasa de inflación.

### 3.2.2 LA ESTRATEGIA DE ANCLA NOMINAL DE TIPO DE CAMBIO FIJO

Dentro del periodo de 1987 – 1994, la estrategia de estabilización de la macroeconomía mexicana se estableció en la política de tipo de cambio como ancla nominal. La principal medida adoptada con el fin de abatir la inflación en este periodo, fueron los llamados “pactos”. Al comenzar 1988 se instrumentó el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), firmado en diciembre del año anterior, cuando el país experimentaba los niveles de inflación más altos de su historia.

La estrategia pretendía estrechar los vínculos entre los precios internos y externos; decían que se lograría mediante una política económica de corte heterodoxo, donde se trataba de convertir al tipo de cambio es ancla fundamental del proceso de estabilización, tratando de romper la “inflación inercial” (Aspe, 1993).

Las medidas antiinflacionarias establecidas en las diferentes versiones de los “pactos”, se convirtieron en la base de lo que sería un programa integral de política económica expresado en el Plan Nacional de Desarrollo, 1988 – 1994. En términos generales los ejes centrales de esta estrategia fueron a) disciplina en las finanzas públicas; b) desregulación económica y apertura comercial y; c) retiro de subsidios y aceleramiento del proceso de privatización.

Se logró el control de los precios, además se reconocía que el manejo del tipo de cambio como un elemento para impulsar la competitividad y la eficiencia de la economía (Ibarra, 2008). Sin embargo, esta estrategia se basa en la premisa de que la ley del precio único establece un límite máximo a la inflación, lo que implica la apreciación del tipo de cambio real, en consecuencia “el éxito intertemporal de esta estrategia supone que el Banco Central acumula y dispone de un monto de reservas internacionales suficientes para confrontar los ataques especulativos contra la moneda y así mantener constante la paridad cambiaria (o la banda o intervalo de flotación) seleccionada” (Perrotini, 2007:10).

En resumen se logró disminuir la inflación, pero generando una espiral endógena de desequilibrios macroeconómicos creciente que culmina usualmente en fragilidad financiera, crisis monetaria y de balanza de pagos, tal cual aconteció en 1994. Por tal motivo, el gobierno mexicano abandono tal estrategia en 1995 y a partir de 1996 se introdujo una nueva estrategia de estabilidad de precios, llamada regla de Taylor.

### 3.23 LA REGLA DE TAYLOR

Para John B. Taylor (2006:247) “una de las lecciones más importantes sobre el manejo de la política monetaria en años recientes aprendida por todo el mundo” es que los bancos centrales continúen enfocándose en la estabilidad de precios.

La idea es que cuanto más independientes son los bancos centrales, más creíble es su lucha contra la inflación y, por tanto, pueden reducir la inflación con un costo social más bajo. Se trata de ofrecer mayor credibilidad y transparencia en la conducción de la política monetaria, a fin de favorecer las expectativas de los agentes económicos del sector privado. La estrategia adoptada para ello, por cada vez más bancos centrales, es por medio de esquemas de objetivo de inflación (inflation targeting) descrita esta vez como regla de Taylor (León, 2007:32 – 33).

Las reglas de política monetaria, requieren de la presencia de un factor sistemático en el comportamiento del banco central, de tal forma que sea posible formularse en términos de una ecuación o algoritmo. Ello implica identificar las formas de reacción de la política monetaria y reconoce el peso específico que el banco central asigna a sus diversos objetivos. Para esta propuesta la mejor manera de operar un modelo de objetivo de inflación es utilizando exclusivamente instrumentos monetarios internos. La especificación que utiliza la regla de Taylor (1993) consiste en considerar a la tasa de interés nominal como una función de la inflación. *La regla de Taylor consiste en la selección de una meta de inflación y de un instrumento para obtener ese objetivo, el cual es la tasa de interés.* Durante 1996, el gobierno mexicano introdujo un nuevo marco de política monetaria en donde la meta de inflación depende de ajustes a la tasa de interés. La nueva política monetaria supone una función de reacción del banco central donde la tasa de interés sube cuando la inflación aumenta y tiene como principal objetivo mantener una macroeconomía de inflación baja. Después de la crisis financiera de 1994 – 1995, se introdujeron dos premisas fundamentales para la operación de este modelo: la independencia institucional del Banco de México y el un régimen de tipo de cambio flexible.

A través de la primera premisa se exige contar con una institución dentro del Estado comprometida con la estabilidad de precios. Legalmente, de acuerdo con el artículo 28 constitucional y el artículo 2º de la Ley del Banco de México, éste no es responsable sobre

los efectos de la política monetaria en la dinámica económica, tampoco es responsable, ni tiene entre sus objetivos la generación de empleos. En tanto en la segunda premisa, Banxico no está obligado a sostener un tipo de cambio dado, las fluctuaciones en la demanda y oferta de dólares se absorben a través de cambios en el precio de la moneda extranjera respecto a la moneda local. Sin embargo, en la práctica las autoridades monetarias intervienen en el mercado cambiario (León, 2007).

Después de garantizar estas condiciones *sine qua non* del enfoque de inflación objetivo, en enero de 1999, Banco de México, en su carácter de institución autónoma anunció por vez primera una meta explícita de inflación de largo plazo, en el sentido de alcanzar hacia finales del año 2003 una inflación similar a la de EUA y Canadá. Posteriormente en el año 2001, establece la meta de inflación de 3% y en 2002 señala que esa meta se va a mantener en años subsecuentes. Además, insta un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3% <sup>55</sup> (Banxico, 2000; 2001 y 2002).

La política de estabilidad de precios basada en la regla monetaria de Taylor ha tenido éxito en lo concerniente a la disminución de la brecha de inflación, es decir, “la convergencia entre la inflación observada y la inflación objetivo, documenta el éxito de la política monetaria del Banco de México, la inflación disminuyó de 52% en 1995 a 4.05% en 2006” (Perrotini, 2007c:76).

Así, “las respuestas del Banco de México a los choques inflacionarios han sido consistentes con los principios de objetivos de inflación” (Ramos y Torres, 2005:2), lo que permitió que la inflación se redujera a niveles históricos mínimos de entre 3 y 4% anual, sin embargo ha sido acompañada con efectos adversos en la macroeconomía real; la actividad económica, medida a través del comportamiento del PIB y empleo, ha registrado los niveles históricos más bajos, además la estrategia antiinflacionaria ha generado conflictos por los supuestos del modelo para el caso de una economía subdesarrollada.

Se señala que los resultados económicos en los últimos quince años son insuficientes, volátiles y contradictorios en términos del crecimiento económico ya que se combinan fases

---

<sup>55</sup> Es decir, se adoptó explícitamente el modelo de la regla de Taylor como marco general de su política monetaria al declarar su meta de inflación de  $3 \pm 1\%$ , sin embargo, como señaló antes, desde hacia un lustro la economía mexicana ya venía operando con este esquema en lo esencial.

de elevado dinamismo y relativa estabilidad con otros de estancamiento o depresión *contrario sensu* de lo que se infiere del canon de la regla de Taylor.

Siguiendo al modelo “se espera que los movimientos de la tasa de interés gobiernen los movimientos de corto plazo del tipo de cambio *spot* del peso mexicano y que éste a su vez influya en los precios relativos, de tal suerte que se equilibre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Si esto fuese así, entonces el resultado global sería la estabilidad macroeconómica, el uso pleno de los recursos productivos y una tasa de crecimiento económico óptima” (Perrotini, 2007c:77).

Sin embargo, si se observa la evolución del tipo de cambio real, acompañado del movimiento positivo de las reservas internacionales, la evidencia empírica para el caso de México, no confirma las predicciones del nuevo modelo.

Se considera que “la acelerada acumulación de reservas por parte del Banco de México es un indicador de la flotación “sucia” del peso y del fenómeno denominado “miedo a flotar”<sup>56</sup> que acompañado por una tendencia declinante del tipo de cambio real, muestra que “el éxito de la estabilidad de precios no se debe únicamente a las virtudes del nuevo paradigma y su modelo de inflación objetivo” (Perrotini, 2007: 16 – 20 y 2007c:77). El éxito de la estabilidad monetaria ha sido acompañada por las siguientes variables durante el periodo de 1995 a la actualidad: 1) la tasa de inflación; 2) la tasa de interés líder de la economía (Cetes a 28 días); 3) el tipo de cambio nominal; 4) las reservas internacionales; 5) el déficit gubernamental como porcentaje del PIB; 6) el manejo de la deuda pública y; 7) la evolución de la tasa riesgo país (León, 2007:56). En este apartado es de nuestro interés sólo destacar el punto tres y en ciertas ocasiones su relación con los restantes.

A partir de este modelo, “la política antiinflacionaria del banco central ha variado, aunque más en la forma que en el fondo. El anclaje del tipo de cambio nominal es menos evidente, pero se mantiene; y con él, los riesgos de una reversión violenta de capitales que conduciría a una nueva crisis cambiaria y financiera” (Mántey, 2005:85).

Desde el punto de vista empírico en el caso de México (y del comportamiento de otras monedas como el euro ó el yuan) la regla de Taylor parece requerir el concurso del rezago del tipo de cambio (apreciación) para conseguir el objetivo de estabilidad de precios, “en

---

<sup>56</sup> El “temor a la flotación” se ha definido como la sobre reacción de los agentes a la hora de establecer los nuevos precios en los contratos, se analiza el traspaso (*pass – through*) a través de los efectos del incremento del tipo de cambio en el INPC, dejando de lado al INPP (Ampudia, 2007b:62).

consecuencia el Banco de México utiliza el rezago del tipo de cambio real como ancla complementaria de la economía” (Perrotini, 2007c:79). *El Banco de México está empleando a la apreciación del tipo de cambio para alcanzar su meta de inflación.*

Desde que se adoptó la regla monetaria de Taylor como marco para alcanzar la meta de inflación, “el tipo de cambio real del peso mexicano con respecto al dólar norteamericano se ha venido rezagando. La evolución del tipo de cambio real muestra una tendencia declinante (...) esto significa que durante la vigencia de la regla de Taylor en México el tipo de cambio del peso frente al dólar estadounidense se ha apreciado continuamente en términos reales” (Perrotini, 2007b: 14 – 15). Situación que es señalada como “una de las causas fundamentales de la crisis de 1994 – 1995” (Perrotini, 2007:23).

La aplicación del régimen de metas de inflación en México, “donde la inflación tiene raíces estructurales vinculadas a la dependencia tecnológica del exterior, y el tipo de cambio es el elemento más influyente en el comportamiento del nivel de precios, puede generar serios problemas en la conducción de la política monetaria”<sup>57</sup> (Mántey, 2007b:50).

Siguiendo la experiencia mostrada, la política monetaria basada en el anclaje de las expectativas de la inflación, no es sostenible en estas economías, debido a cuatro aspectos que se relacionan entre sí: 1) la naturaleza estructural de la inflación que presenta (Perrotini, 2007 y 2007b; Mántey, 2007); 2) a los problemas estructurales que determinan el desequilibrio en la balanza comercial (Villareal, 1974; Alatone, 1986); 3) al traspaso magnificado del tipo de cambio a los precios internos, dados el alto contenido de insumos importados de las exportaciones (Mántey, 2005; León, 2004) y; 4) al coeficiente de traspaso (*pass – through*) del tipo de cambio a la tasa de inflación<sup>58</sup> (Ampudia, 2007).

En resumen, estas estrategias aparecen como inviables en el largo plazo, generando estancamiento económico con estabilidad monetaria, un *estancamiento estabilizador* (Suárez, 2008; López, 2007). La consecuencia macroeconómica de esto ha sido el descenso de la inversión productiva, el estancamiento y la incapacidad de la economía para generar empleos formales. De este modo, el desempeño general para el periodo 1994 – 2004 puede

---

<sup>57</sup> Se ha sostenido que la inflación en este tipo de economías no es un fenómeno exclusivamente monetario, es el resultado de desajustes entre la oferta y la demanda agregada, cambios en variables como salarios y costos de producción, o variables externas como los precios de bienes importados y movimientos de tipo de cambio.

<sup>58</sup> El traspaso tiene dos componentes, el directo derivado del incremento en el precio de las importaciones de insumos para la producción, y el indirecto, resultado de la modificación en las expectativas de los agentes, es decir, de su “sentir”: confianza, conocimiento, credibilidad en la efectividad de la política monetaria (Ampudia, 2007b).

considerarse como pobre, con un crecimiento promedio de 2.6%, muy por debajo de anteriores tasas promedio históricas (Galindo y Ros, 2006:84). La estabilidad de precios ha implicado un costo real en términos de sacrificio permanente de producto y del empleo, lo que arroja un empeoramiento en el nivel de vida de la población. Según un estudio reciente sobre la pobreza en el año 2000, más de 53% de la población nacional se encuentra en esa condición, lo que en el campo alcanza el orden de 70% (Sedesol, 2002). Lo cual contrasta con los logros obtenidos en el “combate contra la inflación”.

*Esta evidencia permite inferir que los beneficios en términos de estabilidad monetaria y de precios emanados de un régimen cambiario de libre flotación, acompañado de un modelo de inflación objetivo, deben de explorarse en otro lado.* La reducción de la inflación no ha sido acompañada de un aumento del gasto público, ni de una drástica baja de la tasa de interés, ni tampoco de una mayor disponibilidad crediticia a favor de las empresas.

El papel activo del tipo de cambio en la nueva estrategia de México pone de manifiesto problemas estructurales: desde la década de los sesenta el crecimiento de la economía mexicana tendrá como condición necesaria un déficit comercial, el desequilibrio externo se presenta como una de las restricciones más severas a su crecimiento (Villareal, 1974). Se destaca, entonces, que “una economía en crecimiento tiene una tendencia a producir un déficit crónico en la cuenta corriente de la balanza de pagos”.<sup>59</sup>

Por lo que el déficit externo, para el caso de México es estructural, se presenta en el contexto tanto de crecimiento económico como de bajo crecimiento. Detrás del actual déficit de comercio exterior está la apertura comercial, la baja productividad, las insuficiencias productivas, el bajo valor agregado nacional de la producción nacional y de las exportaciones manufactureras, así como el comportamiento de la demanda externa por nuestros productos, la alta elasticidad ingreso de nuestras importaciones, la baja elasticidad demanda por las exportaciones de los productores nacionales, y la apreciación del tipo de cambio (Huerta, 2006:80 – 81).

---

<sup>59</sup> Durante el llamado desarrollo estabilizador, asociado al logro de tasas de crecimiento del 6% anual, con una generación de empleo a una tasa promedio anual de 2.3%, superando ligeramente a la tasa de crecimiento de la población económicamente activa. Los déficit de la cuenta comercial y corriente de la balanza de pagos crecieron a una tasa media anual de 15.1% y 9.7% respectivamente. Heliana M. Huerta y María F. Chávez (2003), presentan un contraste de modelos de crecimiento en México, desde los años cuarenta hasta nuestros días, destacando indicadores económicos y sociales en su evaluación.

### 3.3 EL TIPO DE CAMBIO COMO UN MECANISMO DINÁMICO DE AJUSTE DE LA COMPETITIVIDAD EXTERNA DE LA PRODUCCIÓN LOCAL

Aquí la política cambiaria se evalúa dentro de una estrategia que buscaba fomentar la producción y generar empleo, a través de la utilización del tipo de cambio como un instrumento de política industrial, monetaria, crediticia y fiscal, a la vez, se consideraba al tipo de cambio como una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Por lo que las políticas de tipo de cambio, eran consideradas como pieza fundamental en el trazo de un proyecto nacional de desarrollo, teniendo un amplio reconocimiento. Sus variaciones reflejaban un mínimo acuerdo institucional. El antecedente de esta práctica se encuentra en los acuerdos del RBW.

Debido a la modalidad del sistema monetario internacional construido en el RBW,<sup>60</sup> se buscaba que los países en desarrollo alinearan el tipo de cambio en función de los diferenciales de precios con los de su principal socio comercial y mejorar la posición competitiva de la producción nacional, vía precios relativos, se trataba de devaluaciones competitivas.<sup>61</sup> El tipo de cambio aparecía como un precio clave en esos países, porque su nivel determina la redistribución de los beneficios entre los sectores económicos, favoreciendo a los exportadores industriales y agropecuarios y en segundo lugar garantizaba el pago de la deuda (Gigliani, 2008).

Las sobrevaluaciones o subvaluaciones al distorsionar los costos y precios de las mercancías, convierte al tipo de cambio en un instrumento para influir en el crecimiento económico, lo que se traducía en la búsqueda de un tipo de cambio competitivo (llamado también un “tipo de cambio exportador”).

La recomendación de política económica tradicional era la devaluación de la moneda nacional, en sintonía con el déficit de la balanza comercial, “en los países en desarrollo las

---

<sup>60</sup> “Durante el periodo del RBW, se reconocía generalmente que los principales objetivos de política económica eran básicamente mantener bajos niveles de desempleo, bajas tasas de inflación, niveles relativamente altos de crecimiento sostenido y un saldo externo (positivo o negativo) “satisfactorio”. Para ello se contaba con instrumentos de política monetaria y fiscal que, con algún margen de error, permitían acercarse a una combinación socialmente aceptable de los mismos” (Puyana, 2002:205 – 206).

<sup>61</sup> Sin embargo, como lo destaca René Villareal (1986:216 – 217), la dinámica de las exportaciones e importaciones, va más allá de la manipulación de los precios y costos relativos, estas, en última instancia, están ligadas más a las necesidades y desajustes estructurales de crecimiento. Ver el apartado 3.4.2 de este capítulo.

políticas cambiarias enfrentan el problema del desequilibrio en la balanza de pagos, porque son un instrumento fundamental de la estrategia de desarrollo, tanto de crecimiento “hacia dentro” mediante la sustitución de importaciones o de crecimiento “hacia fuera” por medio de la promoción de las exportaciones” (Villareal, 1986:239). El “proceso de ajuste al desequilibrio externo se deben analizar no sólo en el contexto macroeconómico de corto plazo sino, también, en el propio contexto dinámico de una economía en crecimiento y en proceso de cambios estructurales” (Villareal, 1986:245).

### 3.3.1 LA FUNCIÓN DE LA DEVALUACIÓN Y EL TIPO DE CAMBIO COMPETITIVO

Se entiende que la devaluación del tipo de cambio es una medida que teóricamente tiene por objeto elevar los precios relativos de los bienes comerciables respecto a los que no lo son. El supuesto implícito es que la elasticidad de la balanza de cuenta corriente hará que responda favorablemente a variaciones en el tipo de cambio. El objetivo fundamental de las devaluaciones era el ser un mecanismo para mejorar la competitividad local por medio de una ventaja de precios relativos, logrando un tipo de cambio competitivo que fomentará las exportaciones y desalentará las importaciones. El tipo de cambio, en este sentido, aparecía como un factor importante para la realización de las transacciones comerciales.

Se hablaba entonces de un “tipo de cambio competitivo”. Un aumento de él significaba una mejora de competitividad, los precios extranjeros expresados en moneda nacional aumentaban en relación a los precios de los bienes producidos en el interior del país y viceversa en una reducción. Un tipo de cambio competitivo permitiría abaratar nuestras exportaciones y encarecer las importaciones.

Por lo que se sostenía que era posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local en el objetivo de disminuir la fragilidad del equilibrio externo: abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial. Así, el proceso de devaluación era considerado como correctivo en el corto plazo, haciendo competitivos a los productos de exportación vía precios temporales.

En el caso de la economía mexicana, se señala que no siempre la subvaluación ha garantizado buenos resultados económicos. Al igual que en América Latina, en México, las devaluaciones del tipo de cambio han inducido fuertes procesos inflacionarios y caídas drásticas en el producto, lo cual garantizaba temporalmente un alivio en la cuenta corriente, incrementándose el ingreso por exportaciones y, en el corto plazo, reduciendo las importaciones, bajo un esquema de una política fiscal y monetaria restrictiva.

Un ejemplo, que se apunta como exitoso para la economía mexicana, se encuentra en la devaluación de 1954, considerada <sup>62</sup> “muy exitosa, y de hecho sentó las bases para una

---

<sup>62</sup> La devaluación del tipo de cambio fue de 44.5%. El 17 de abril de 1954 el tipo de cambio pasó de 8.65 a 12.50 pesos por dólar.

nueva expansión que habría de durar tres años”. La cual fue acompañada con medidas fiscales que eliminaran las expectativas inflacionarias y coadyuvaran a reducir la fuente de las presiones de los precios, al tiempo de mantener e incluso ampliar los estímulos a la inversión privada y a la misma producción. Además la devaluación ocurrió antes de que se agotaran las reservas internacionales, lo que permitió a las autoridades planear mejor una serie de disposiciones adicionales que aseguraran el éxito de la medida en el mediano plazo. Por ejemplo, se calculó el crédito interno necesario y se promovió la entrada de divisas por la nueva paridad, se apoyó la adquisición de materias primas y bienes de capital, incluso con subsidios, para estimular la inversión y producción (Cárdenas, 1996).

Sin embargo se encuentra que en las actuales circunstancias las devaluaciones durante la última década (1980 – 1990) en México han sido incapaces de corregir por sí solas el desequilibrio exterior, “las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio real observadas en el periodo no han ejercido una influencia perceptible en la propensión a importar”,<sup>63</sup> destacando que la elasticidad de los precios respecto al tipo de cambio depende de factores institucionales y a otros tipos de acuerdos (Mántey, 2004). Por lo que la corrección de precios relativos no puede ser instrumento de ajuste por sí sola para encarar el déficit de comercio exterior.

Conviene señalar que, *las posibles condiciones positivas que se generan a partir de una devaluación, en el saldo comercial, son determinadas en gran medida, durante este periodo, y en general para una economía en desarrollo, por el movimiento de capitales* (Gigliani, 2008).

Cuando el mercado internacional restringió el movimiento de capitales hacia los países en desarrollo, específicamente América Latina, el peso estuvo subvaluado. Sin embargo, a partir de 1988 cuando se renegoció la deuda externa y posteriormente se abrió el

---

<sup>63</sup> Para G. Mántey, la “participación de las importaciones en el PIB de México ha aumentado fuertemente a consecuencia de las dos principales reformas liberalizadoras del comercio exterior, la ocurrida durante la crisis deudora de los ochenta, y la correspondiente al TLCAN a mediados de los noventa”. Acuerdos que pueden incrementar los flujos comerciales, relativamente independiente de tipos de cambio sobrevaluado. En ese mismo sentido, para E. Ortiz (2003), sugiere que el comportamiento del comercio exterior responde tanto a componentes determinantes de la demanda internacional, como los términos de intercambio y al tipo de cambio real.

mercado de capitales, la fuerte entrada de capitales sobrevaluó la moneda.<sup>64</sup> Donde el posible beneficio de los flujos comerciales quedó sujeto a condiciones exógenas.

En situaciones de escasez de créditos internacionales, el generar un superávit de cuenta corriente, lleva como fin disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de restricción de flujos externos.

En términos de Rene Villareal (1986:215 – 216), esto significa que el saldo positivo logrado en la cuenta comercial es relativo en comparación al alcanzado en la balanza de pagos en donde, por definición, con una devaluación es la cuenta de capital la que mejora. De esta manera, la devaluación causa un exceso de demanda de dinero y un exceso de oferta de bonos, la cuenta comercial se convierte en la principal fuente de divisas para responder a las obligaciones derivadas de la deuda externa del país.

Entonces, la recepción de flujos de capital internacional por parte de las economías en desarrollo, vienen a estar determinados por el movimiento cíclico de los países desarrollados, particularmente de su ciclo industrial, donde contablemente, estos movimientos de entrada y salida de capital, dejan al país receptor, en los mejores de los casos, en la posición inicial, “pero con fuertes modificaciones negativas en diversos aspectos de su estructura económica”.

Por tanto, el comportamiento de los flujos de capital, esta asociado a la dinámica del desempeño económico de los países desarrollados.

*Así, las economías subdesarrolladas se convierten en receptoras de inversión cuando las economías desarrolladas enfrentan excedentes de capital y de proveedor de esos flujos cuando las economías del primer mundo enfrentan escasez de capitales para financiar su crecimiento y / o para alcanzar cierta rentabilidad.*

Igualmente el acceso de los países subdesarrollados a flujos de cartera, en momentos de recesión en los países desarrollados, sirve además para que los primeros mantengan su demanda de importaciones de los segundos, evitando de esa manera profundizar el proceso recesivo en las economías desarrolladas.

---

<sup>64</sup> Para N. Levy (1998) tal situación generó una mejoría económica pasajera porque la inversión en cartera que captó el mercado de valores se mantuvo en instrumentos financieros que no fondearon inversión productiva. Para la autora, lo que aparentemente puede ser una medida positiva para dinamizar la actividad de la inversión – sobrevaluación del peso – genera inestabilidad atentando en contra de la propia acumulación porque al percibir dicha situación los agentes económicos apuestan a la devaluación de la moneda, generando un movimiento mucho más brusco del que sería necesario para alinear la moneda con su precio “real”.

Adicionalmente, la exportación de capitales de los países desarrollados, en contextos recesivos, permite reducir en cierta medida la caída de la rentabilidad en sus mercados financieros que ocurriría en caso de mantenerse ahí esos excedentes. Para los países en desarrollo, lo anterior significa, adecuar la política económica interna a la volatilidad del flujo de capitales, “circunscribiendo al país a una funcionalidad fincada en la dependencia y en la subordinación” (Goicoechea, 1999:91).

### 3.3.2 EL DÉFICIT COMERCIAL, TIPO DE CAMBIO Y FINANCIAMIENTO ESTRUCTURAL

Esquemáticamente el crecimiento económico de un país enfrenta la restricción del equilibrio entre las capacidades exportadoras y los requerimientos de importación, llamada también restricción externa. Se ha señalado que la restricción externa aparece como un fenómeno intrínseco al patrón de crecimiento de los países de América Latina, para el caso de México, ha estado presente tanto en el modelo agrario – exportador, vigente hasta la crisis de los años treinta del siglo pasado, como del modelo de sustitución de importaciones que inicia durante los años cuarenta, y todo indica que también, del actual modelo de economía abierta liderado por las exportaciones de manufacturas <sup>65</sup> (Alatone, 1986; Palazuelos, 2001; Vidal, 2008 y; Villareal, 1974).

Los años de mayor prosperidad económica para México, en términos de crecimiento del ingreso nacional han estado acompañados de una profundización del déficit comercial, donde aún un repunte económico moderado produce un alto crecimiento de las importaciones. Se puede sostener que las causas de la brecha comercial se encuentran más en los desajustes estructurales que en la distorsión en precios y costos, como se apunta en la teoría económica convencional.

Existen diferentes interpretaciones considerando diversos criterios sobre el alcance y las características del déficit comercial. Desde la posición del FMI, un déficit en cuenta corriente no es un tema de preocupación relevante ya que si la economía tiene forma de financiar sus importaciones a través de esos flujos, se supone que no hay un problema importante. La clave para la sostenibilidad de los déficits está en que exista la posibilidad de un financiamiento *genuino*, por medio de la cuenta de servicios y de capital. Un ejemplo lo podemos encontrar en la actualidad donde se subraya que en estos momentos “no hay alarma alguna por el déficit de la cuenta corriente que mantenemos con el resto del mundo. Esto debido a la actual bonanza en el precio del petróleo, a la dinámica de las exportaciones ligadas a ciertos sectores de manufactura, y

---

<sup>65</sup> La brecha comercial ha estado presente después de la devaluación de 1954, reapareció en 1956, para ya no desaparecer hasta 1983 y después de 1987, los tradicionales déficits reaparecieron.

a las crecientes remesas de los mexicanos que trabajan en el extranjero”<sup>66</sup> (Guerrero y Urzúa, 2007:158). Sin embargo, el déficit de la cuenta corriente no se puede financiar de manera indefinida. En la llamada *Ley de Thirwall* se establece que existe una estrecha correspondencia entre el crecimiento del producto y la relación del crecimiento de exportaciones a elasticidad ingreso de demanda de importaciones. Su premisa plantea que se debe de resolver la brecha externa, ya que representa uno de los principales obstáculos para financiar el crecimiento (Perrotini, 2002 y 2003).

Además para otros autores la relación entre los montos, composición y naturaleza del financiamiento y la dinámica de la brecha externa, han estado determinados por una forma de inserción a la economía mundial.

Un caso sería que después de la crisis de 1982, en el marco de los programas de estabilización y ajuste, se provocaron devaluaciones del tipo de cambio para permitir una reducción de importaciones y el incremento de exportaciones, con el objetivo de generar un superávit de cuenta corriente que permitiera disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de carencia de flujos externos (Goicoechea, 1999:85). Otro caso señala la devaluación a finales de 1994. La devaluación de 1994, conjuntamente con la contracción de la economía y el incremento de la tasa de interés, logró en 1995 el superávit de comercio exterior y el pago del servicio de la deuda externa (Huerta, 2006:95).

En ese sentido para A. Guillén (1998:492) lo anterior ha mostrando la “incapacidad congénita del capitalismo mexicano para generar mediante sus operaciones internacionales las corrientes de divisas que demanda su reproducción ampliada”.

---

<sup>66</sup> Como evidencia los autores refieren que “en el 2005, la IED de cartera sumó 10 189 millones de dólares, las remesas ascendieron a 20 035, y las exportaciones petroleras a 28311 millones de dólares. Si el precio medio del barril no hubiera sido de 42.8 sino de 23 dólares, precio de referencia según los Criterios Generales de Política Económica, los ingresos habrían caído 13052 millones de dólares, ocasionando un saldo negativo en la cuenta corriente de 22944.

### 3.4 EL TIPO DE CAMBIO EN EL ENTORNO DE LA LIBRE MOVILIDAD DE CAPITALES.

A partir del segundo semestre de 1989 bajo la égida del FMI se abre la tercera tendencia observada para el comportamiento cambiario en México y se fortalece en 1994, cuando se consolida una etapa de la desregulación y liberalización del mercado financiero mexicano, que incluía una importante reforma del sistema financiero: liberalización de los prestamistas y prestatarios, abolición de la restricción al crédito y, supresión de reservas obligatorias (Mántey, 2004).

Las reformas se orientaron a establecer las reglas para la transición del sistema financiero nuevamente al sector privado, con la intención de “garantizar el derecho de entrar en el mercado, y (...) ofrecer claridad y confianza a sus participantes” (Aspe, 1993:80 – 81). Para 1989 – 1993 la inversión extranjera acumulada en el mercado accionario fue de 17 897.8 millones de dólares (mdd), estas inversiones pasaron de 14.21% en 1989 a 68.62% en 1993, del total anual de inversiones extranjeras realizadas en el país (Ortiz, 2002:208 – 209).

Para el conjunto de países de América Latina, el año de 1989 marcó el surgimiento de los mercados emergentes de capitales de la región <sup>67</sup> (López, 2001), lo que significaba adaptar la economía, el mercado financiero y los intermediarios locales a las nuevas condiciones presentes en los mercados financieros internacionales <sup>68</sup> (Correa, 2004).

---

<sup>67</sup> Desde mediados de 1989 se observó un incremento notable de nuevos flujos de capital privado hacia América Latina, mismos que se incrementaron en casi siete veces de 1988 a 1991, alcanzando una tasa de crecimiento del 95% en 1991, ubicándose en los 36 mil millones de dólares. En particular, en términos acumulados la inversión extranjera en México desde la década de los cuarenta hasta 1988 ascendía a 24087.4 mdd y, en los siguientes años tuvo un crecimiento espectacular, sumando 65828.3 mdd en 1993. Gran parte de este crecimiento se debió a la inversión de portafolio.

<sup>68</sup> Un elemento que motivó en gran medida el auge de los mercados financieros en América Latina, fueron las modificaciones en la regulación financiera estadounidense, que facilitó la colocación de acciones de empresas extranjeras en su propio mercado, haciendo posible un mercado financiero global. En 1990, la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos aprobó la Regulación S y la Disposición 144A, creadas dentro del “*New Deal*”. La primera es una rectificación del Acta de Valores de 1933 (Ley Glass – Steagall), con la cual es posible que emisores extranjeros puedan colocar acciones entre inversionistas estadounidenses sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. En tanto que la segunda ha sido clasificada como la regla que puede permitir a Estados Unidos entrar en competencia con otros mercados de valores. La Disposición 144A crea una excepción sobre el registro en Estados Unidos de recompra de ciertas acciones por los inversionistas institucionales calificados (QIB’s). De esta manera, a través de los American Depositary Receipts (ADR’s) y los Global Depositary Receipts (GDP’s), los emisores pueden hacer colocaciones privadas entre grandes inversionistas (Kregel, 2008:68).

Esta etapa se extiende hasta nuestros días, motivada por la “plenitud alcanzada por el modelo de ajuste y cambio estructural iniciado en 1982” (Ortiz, 2007b) donde, “el propósito central del modelo actual en México y en el mundo es la recuperación de la rentabilidad del capital” <sup>69</sup> (Mendoza, 2007:45). Se trata de “obtener a la vez una política monetaria favorable a los intereses de los acreedores y una liberalización financiera” (Chesnais, 2001:26).

---

<sup>69</sup> Se considera que la tendencia descendente de la tasa general de ganancia en México durante el auge de la posguerra fue coincidente con la de los principales países capitalistas. Por tanto, la crisis de la modalidad de acumulación imperante en México durante dicho auge, que se manifestó inicialmente en 1976 y explosivamente en 1982, se desarrolló en el marco de la crisis estructural del capitalismo mundial.

### 3.4.1 CONSOLIDACIÓN DEL PROCESO DE DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN

La apertura de la cuenta de capitales y la adopción de un tipo de cambio flexible representaron la consolidación del proceso de desregulación y liberalización financiera. Dentro del saber convencional ambas propuestas expresaban un avance en la generación de mejores condiciones para los países. Las reformas realizadas en América Latina durante las dos últimas décadas plantearon la liberalización de la cuenta de capital como uno de los elementos para la apertura de los flujos de capital y propiciar el crecimiento.<sup>70</sup> Desde ese punto de vista convencional se sostenía que con “la apertura de la cuenta de capital” se lograba culminar el proceso de desarrollo económico de América Latina (Girón, 2007:135). En tanto, con la adopción de un tipo de cambio flotante se trataba de reducir al mínimo los conflictos entre distintos objetivos de política en un mundo de alta movilidad del capital, y con una economía mundial, cada vez más integrada (Bubula y Otker-Robe, 2004:35), es decir, la libre movilidad de capitales y la integración comercial aparecen como dos razones para la adopción de paridades más flexibles<sup>71</sup> (Eichengreen, 2000b:127).

Lo anterior se combinó con la reducción en la participación directa del gobierno en los servicios financieros: se privatizó la banca expropiada al inicio de la crisis de 1982; se favoreció la reconfiguración de grupos financieros privados bajo el modelo de Banca Universal. También se reformó el sistema público de pensiones, y se inició el sistema privado de ahorro para el retiro, con los objetivos de fortalecer y eficientar el mercado interno de capitales; se concedió autonomía al Banco de México, imponiendo límites estrictos a su contribución al financiamiento deficitario del gobierno federal, con la eliminación de los instrumentos de control directo de liquidez y de asignación selectiva del crédito (Mántey, 2004:109 y 2007b:56).

---

<sup>70</sup> Sin embargo, desde la propia visión convencional sostienen que no existe una conexión convincente entre integración financiera y el crecimiento económico, peor aún, afirman que en aquellos países que hicieron el esfuerzo de integrarse financieramente enfrentaron una mayor inestabilidad (Prasad et al., 2003 y Rodoff, 2002).

<sup>71</sup> Desde este punto de vista se considera que un tipo de cambio fijo impone un mecanismo automático que regula la cantidad de dinero y, por consiguiente, el nivel de tasas de interés, condiciones que se contraponen a la tendencia de apertura e integración. La fijación del tipo de cambio parece indefendible en un mundo de movilidad de capital alta y volátil.

A la vez, se permitió una moderada apertura a la participación extranjera en las instituciones de crédito con la eliminación de barreras a la participación extranjera en los mercados accionario y el de dinero y, la incorporación de nuevos instrumentos en este último mercado (Tesobonos y Ajustabonos) con lo que se buscaba diversificar las formas y fuentes de financiamiento con la creación de instrumentos financieros, tanto públicos como privados, que permitieran multiplicar las fuentes de ahorros bancarios y no bancarios (Ortiz, 2007b:322). También se autorizó la primera agencia de calificación de riesgos crediticios, se simplificaron las operaciones de las sociedades de inversión y permitieron que extranjeros fueran accionistas minoritarios en dichas sociedades y en las compañías que los administraban.

Se otorgó una primacía a las operaciones de mercado abierto como instrumento principal de la política monetaria, vía bonos de regulación monetaria y bonos del sector público, lo que generó una atractiva posibilidad de rendimiento para la banca. También se buscó terminar con el control del crédito, por ello se eliminaron los cajones selectivos de crédito y de reservas mínima, así como la supresión de todo tipo de restricciones cuantitativas sobre los recursos captados mediante instrumentos bancarios.

Junto con la liberalización del crédito, también decayeron las instituciones creadas para brindar asesoría técnica en el uso de los recursos. Se asumió que la política bancaria era innecesaria y que la intervención de la autoridad monetaria debía limitarse a proveer la base monetaria requerida para mantener la estabilidad de precios (Mántey, 2007b:56).

En este marco, la política monetaria asumió como objetivo prioritario la estabilidad del valor de la moneda, lo que condujo al Banco de México (en su carácter autónomo) a asumir una posición pasiva y rígida para enfrentar los efectos negativos de la restricción del crédito sobre el crecimiento del producto y el empleo, implícitamente se ésta aceptando la idea de que la política monetaria es neutral tanto en el corto como en el largo plazo. La regulación monetaria tan sólo incidiría en el nivel de precios, “lo cual podría realizarse con mayor eficiencia utilizando mecanismos de mercado, como las operaciones de mercado abierto” (Mántey, 2007b:57).

Hoy, el banco central <sup>72</sup> debe de “mantener la estabilidad y evitar riesgos sistémicos en un sistema de creación monetaria que no controla” (Guillén, 2007:321) por lo que está obligado a dar “prioridad al mantenimiento de la confianza en sus respectivas monedas, so pena de enfrentarse a fugas masivas de capitales y crisis cambiarias” (Mántey, 2004:112). El banco central aparece como “guardián de la estabilidad financiera”, lo que supone un cambio en la política monetaria (Boyer, 2007:107). Por lo que en los años recientes “la tendencia de los bancos centrales de países centrales de países emergentes es concentrarse en una sola prioridad, que es estabilizar los flujos de capitales” (Toporowski, 2005:226). Para el caso de México, el objetivo central de las reformas sobre la autonomía de la banca central es el “contar con una institución dentro del Estado comprometida con la estabilidad de precios (...) ello significa que tenga libertad para decidir cómo va a perseguir sus objetivos y que sus decisiones sean muy difíciles de revocar por cualquier otra instancia política” (León, 2007: 32 – 36).

---

<sup>72</sup> G. Epstein (2006) afirma que esta “fórmula para la mejor práctica” de la banca central, en donde enfoca su actividad únicamente en incentivar el sector financiero, va en contra de la historia y la tradición de las actividades de los bancos centrales. Esto es que los bancos centrales han sido más efectivos en contribuir a fomentar el desarrollo conocidos como “banco de desarrollo sustituto”. En particular en los países en vía de desarrollo, los bancos centrales eran enfáticamente mucho más *agentes para el desarrollo económico*. En definitiva – siguiendo al autor – los bancos centrales jugaron un rol importante en dar lugar a las políticas orientadas al desarrollo de estos países.

### 3.4.2 EL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

Existe un nuevo consenso macroeconómico <sup>73</sup> en el saber convencional entorno a la estabilidad monetaria y de precios: el modelo de inflación objetivo, llamado también regímenes de metas de inflación (inflation targeting), por medio de la cual se comprometen con un objetivo de inflación bajo una estructura de transparencia, estrecha comunicación con los principales agentes económicos e independencia del banco central, además existe normalmente el compromiso explícito de mantener los equilibrios macroeconómicos a través de una disciplina fiscal con lo que el gobierno establece un escenario de estabilidad macroeconómica que facilite el logro de la meta inflacionaria (Ampudia, 2008:2; Galindo y Ros, 2006:82).

Entre las ventajas y virtudes de este régimen se señalan la disminución de la incertidumbre generada por la inflación elevada y variable, el promover una mayor transparencia institucional, por lo que se considera que el régimen de metas de inflación ha conducido a tasas de inflación más bajas y a la *convergencia de la inflación* entre los países (Rochón y Rossi, 2007:93) al grado de señalar que “el triunfo sobre la inflación durante los últimos 25 años han sido uno de los mayores éxitos de política económica” (Barro, 2006:13). En el modelo del nuevo consenso monetario el enfoque de inflación objetivo se implementa generalmente en la forma de la llamada regla de Taylor.

En el nuevo paradigma se recomienda “mayor independencia para el banco central y limitar su misión de intermediario financiero nacional, con el fin de enfocarse mejor a mantener la inflación interna en niveles bajos” (Mckinnon, 2006:136). Se establece que los bancos centrales que cuentan con una mayor autonomía son más eficientes para controlar la inflación y es precisamente esta la lección que se señala como la más importante sobre el manejo de la política monetaria en años recientes: los bancos centrales deben de enfocarse en la estabilidad de precios para mantener la inflación baja y estable <sup>74</sup> (Taylor, 2006:247).

En los países desarrollados “el movimiento hacia la independencia de los bancos centrales con esquemas de objetivos de inflación estrictos empezó en los años noventa” (Mckinnon,

---

<sup>73</sup> El antecedente teórico del nuevo consenso lo encontramos en las investigaciones de Knut Wicksell (1898; 1901; 1906 y 1922). En los trabajos de J. León (2007); I. Perrotini (2007c) y L.P. Rochón y S. Rossi, (2007), pudiendo citar más referencias.

<sup>74</sup> Como se dijo antes en el caso de México en 1993 el H. Congreso de la Unión aprobó una enmienda al artículo 28 constitucional con la cual se le otorgó autonomía al Banco de México. Asimismo, se definió como objetivo prioritario de la política monetaria mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

2006:137) después de que Nueva Zelanda optó por este régimen en 1990, hoy se practica en alrededor de 20 países cuyo PIB combinado representa más de 20% de la economía mundial<sup>75</sup> y, “no sería aventurado conjeturar que más temprano que tarde se señorease de toda la economía mundial”<sup>76</sup> (Perrotini, 2007c:64).

En su mayoría, estos países comparten una visión común de la inflación y el proceso inflacionario, así como del mecanismo de transmisión de la política monetaria. La inflación es siempre un fenómeno estrictamente determinado por la demanda, donde se cuenta con un instrumento exclusivo: la tasa de interés (Rochón y Rossi, 2007:86).

Existe entonces un compromiso institucional con la estabilidad de precios. Bernanke et al. (1999:4) define tal régimen como un esquema de política monetaria caracterizado por el anuncio público de metas (o rangos) oficiales cuantitativas para la tasa de inflación durante uno o más horizontes de tiempo y, por el reconocimiento explícito de que a largo plazo la inflación baja y estable constituye el objetivo principal de la política monetaria.<sup>77</sup> Se trata de un nuevo consenso a favor de la tesis de que un banco central autónomo que utiliza la tasa de interés como instrumento de la política monetaria puede alcanzar la estabilidad de precios mediante una meta de inflación, eliminando el “sesgo inflacionario” del banco central.<sup>78</sup>

Al “nuevo paradigma” también se puede definir como la aceptación de la hipótesis de endogeneidad del dinero “el dinero todavía desempeña un papel causal en la determinación de los precios y las tasas de inflación, vía el sistema bancario” (Rochón y Rossi, 2007:86). Lo que implica el abandono de aquella otra que afirma que el banco central puede controlar exógenamente la oferta monetaria del sistema, proposición sostenida por la mayoría de autores de la escuela neoclásica (Perrotini, 2007c:64). A pesar de que el nuevo modelo

---

<sup>75</sup> En septiembre de 2005, un total de 21 países habían adoptado las metas de inflación como su estrategia de política monetaria: 8 eran países industrializados y 13 eran economías emergentes (FMI, 2005).

<sup>76</sup> Casi una treintena de países están considerando seriamente adoptar el modelo de inflación objetivo, entre ellos se encuentran: Albania, Argelia, Argentina, Guatemala, Honduras, Japón, Rusia, Uruguay, Singapur y Venezuela (Perrotini, 2007c:67).

<sup>77</sup> La cuestión consiste en definir cuál es el nivel óptimo de inflación. El actual gobernador de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos, Ben Bernanke et al. (1999) propone que la meta sea un rango de inflación de  $3 \pm 1\%$ .

<sup>78</sup> “Otras características importantes de este esquema monetario son los vigorosos esfuerzos para comunicar al público los planes y objetivos de las autoridades monetarias y, en muchos casos, los mecanismos para fortalecer la responsabilidad del banco central a fin de alcanzar tales objetivos” (Bernanke et al., 1999).

supone que el dinero es endógeno, sostiene la hipótesis de neutralidad del dinero, “lo que parece ser una flagrante contradicción en los términos” (Perrotini, 2007c:70).

Para el ex gobernador de Banxico, Guillermo Ortiz (2006), la política monetaria de México se conduce bajo un esquema de objetivos de inflación de manera formal desde enero de 2001<sup>79</sup> cuando la meta de inflación se establece con vigencia de largo plazo en un rango de  $3 \pm 1\%$ . Para el gobernador de la estrategia adoptada se destacan los siguientes elementos: 1) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; 2) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; 3) la descripción de los instrumentos que utiliza el Banco Central para alcanzar sus objetivos y; 4) una política de comunicación que promueva la transparencia y la rendición de cuentas. La definición de la estrategia de metas de inflación explícita aparece en el centro de la atención de Banxico. Las principales razones argumentadas por el Banco Central para aplicar una política de objetivos de inflación son la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la inflación y, la incapacidad del instituto central para controlar la base monetaria – al menos al corto plazo – a consecuencia de su baja elasticidad a la tasa de interés (Carstens y Werner, 2000).

A pesar de que aún no se logra una inflación del 3% (en el 2005 se acercó en 3.33%, pero en 2007 fue de 4.75%), el Banco de México hace un balance positivo de la experiencia mexicana de desinflación, dado que la inflación observada se encuentra en el rango de inflación objetivo. Para las autoridades monetarias, “la estabilidad macroeconómica que ha alcanzado la economía mexicana ha propiciado una disminución importante de la inflación” (Ramos y Torres, 2005:3). Su éxito lo miden exclusivamente en términos de la tasa de inflación.

La política monetaria del Banco de México se inspira sin duda en el nuevo paradigma monetario por tanto *teóricamente* sólo contempla una meta; la estabilidad de precios y, un instrumento exclusivo; la regla de Taylor (la tasa de interés), lo que implica una modificación en la política monetaria.

---

<sup>79</sup> Sin embargo, la política monetaria del Banco de México se ha desarrollado con base en los principios del enfoque de inflación objetivo por lo menos desde 1998; un año después, en 1999 por primera vez se establece un objetivo de inflación de 3% previsto para alcanzarse en 2003 (Galindo y Ros, 2006:83).

### 3.4.3 LA POLÍTICA MONETARIA Y EL OBJETIVO DE CONTROLAR LA INFLACIÓN CON REZAGO CAMBIARIO

En nuestro país la política monetaria está a cargo de Banxico <sup>80</sup> un organismo establecido por el Estado que a partir de 1993 logra su independencia legal. Siguiendo la Ley Orgánica del Banco de México <sup>81</sup> se establece como única prioridad la estabilidad de los precios internos y como función central la constitución y el manejo de las reservas internacionales que requieran el logro de dicho objetivo, con lo que se garantizaría la liquidez demandada. Legalmente, de acuerdo con el artículo 28 constitucional y el artículo 2° de la Ley del Banco de México (Banxico), éste no es responsable sobre los efectos de la política monetaria en la dinámica económica, tampoco es responsable, ni tiene entre sus objetivos la generación de empleos. El objetivo central de la autonomía del banco central, es contar con una institución dentro del Estado comprometida con la estabilidad de precios. (Ortiz,2007b; Ampudia, 2007; León, 2007).

Después de la crisis de 1994, el régimen de flotación intervenida contribuyó favorablemente al proceso de la acumulación de liquidez vía reservas internacionales. Éstas se incrementaron alrededor de 265% durante el periodo 1995 – 2005 pasando de 15.8 billones de dólares (miles de millones) en 1995 a 68.7 billones de dólares a finales de 2005. Como fracción del PIB se incrementaron de 7 a casi 10% en el mismo periodo <sup>82</sup> (Cruz y Walters, 2007:83). El monto de la reserva internacional neta ha venido aumentando y ha

---

<sup>80</sup> Mientras que el Banco de México se aboca al ámbito monetario, la política cambiaria está a cargo de la Comisión de Cambios; dicha comisión es un cuerpo compuesto por seis miembros: el Secretario y dos subsecretarios de Hacienda y Crédito Público y el Gobernador del Banco de México y dos miembros de la junta de gobierno. Las decisiones se toman por mayoría simple y en caso de empate el Secretario de Hacienda tiene voto de calidad.

<sup>81</sup> La autonomía del Banco de México fue otorgada en 1993 y entró en vigor en 1994. En 2001 fue cuando se hizo explícita la estrategia de estabilización monetaria y de precios por medio de la regla de Taylor, la cual supone dos premisas fundamentales para su operación: la independencia institucional de la banca central y un régimen de tipo de cambio flexible.

<sup>82</sup> Se señala que la estrategia de acumulación de reservas no es gratuita. Diversos estudios han estimado que el exceso de reservas internacionales tiene un costo de alrededor de 1% del producto. Para el caso de México, M. Cruz y B. Walters (2007) presentan un cálculo del costo de las reservas considerando no sólo en términos del producto, sino también de la vulnerabilidad de la balanza de pagos emanada tanto de la cuenta corriente como de capital. Encontrando que el exceso de acumulación de reservas ha sido del orden de 2.4 % del PIB y que el costo de esta acumulación ha sido en promedio 0.19% del PIB durante el periodo 1996 – 2004, el cual debe de ser evaluado en el contexto en que se desarrolla la economía mexicana: restricción al crecimiento por la balanza de pagos, escasez de recursos y un magro crecimiento.

alcanzado un máximo histórico, hacia mediados de 2005 se ubicaron en niveles de 68 mil millones de dólares.

La acumulación de liquidez vía reservas internacionales tiene como fin respaldar el objetivo prioritario de la banca central: *la estabilidad del poder adquisitivo del dinero*.<sup>83</sup> Lo que implica dos elementos estrechamente relacionados: el control y combate de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio (Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; Ortiz, 2007 y 2007b; Ampudia, 2007; López, 2007 y 2007b; Perrotini, 2007 y 2007b; Guerrero y Urzúa, 2007).

Ambos mecanismos son utilizados para favorecer la rentabilidad de las finanzas, asistiendo tanto el mantenimiento de los capitales líquidos, como el de los activos financieros (Mateo, 2007; Etxezarreta, 2000). El inversionista institucional procura que la moneda en que está denominado su activo no pierda valor como resultado de la inflación o de una depreciación. Por lo que se exige que la política monetaria adquiera mayor libertad para su operación y se establece una nueva estrategia enfocada sobre la influencia de la misma tanto en el mercado de dinero como en el mercado cambiario. A la política monetaria se le ha orientado a la captación de recursos financieros, aumentando la oferta de divisas y restringiendo su demanda (Ampudia, 2003). La idea es que Banxico proceda de tal modo que “el mercado de dinero siempre va a estar en equilibrio, en el sentido de que toda demanda de dinero del sector privado va a ser cubierta por el sistema bancario” (León, 2007:37).

Es por ello que el papel de la banca central se concentra sólo en el suministro de oferta monetaria en función de la demanda esperada, lo que implica su conducción a través de dos instrumentos fundamentales dentro del mercado de dinero: el corto monetario (régimen de saldos acumulados: saldo objetivo corto, régimen de saldos diarios) y operaciones de mercado abierto. El régimen de saldos acumulados, mejor conocido como política de “cortos”, se aplicó en México durante casi nueve años de 1995 a abril del 2003, posteriormente fue sustituido, a partir de abril del 2003, por un régimen de saldos diarios. Así, el Banco de México interviene de manera permanente en el mercado cambiario.

---

<sup>83</sup> Como ya se dijo antes, de acuerdo con el artículo 28 constitucional, “el objetivo prioritario del Banco de México es la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda” y siguiendo la Ley del Banco de México en su artículo 2º, “El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad, tendrá como objetivo prioritario *procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda*. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago” (énfasis nuestro).

“El Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero mediante subastas, ofreciendo créditos, depósitos o a través de la compraventa de valores gubernamentales en directo o en reporto” (Martínez, Sánchez y Werner, 2001:5). Por medio de estos el Banco de México “inyecta (o sustrae) liquidez retirando de la circulación (o colocando) bonos de regulación monetaria que él mismo emite, valores gubernamentales, o títulos que cuentan con garantía del gobierno federal (como los que emite el IPAB) y cuyo colocador es el propio banco central” (Mántey, 2007b:56).

Cada día se estima la demanda de dinero y a través de las subastas o de las operaciones de mercado abierto se busca satisfacer la igualdad de la oferta y demanda. Es decir, “en su afán de asegurar que el sistema de pagos se equilibre cada día, el Banco Central provee automáticamente el efectivo que el público demanda” (Gil, 1997:89).

Tradicionalmente la teoría monetaria había considerado que el banco central tienen a su disposición dos variables para controlar el dinero: 1) la tasa de interés de corto plazo y, 2) la base monetaria. Ahora el tipo de cambio nominal aparece como una más de las variables operativas o instrumentales de los bancos centrales (Gigliani, 2008).

De lo que se desprende que *el comportamiento de la oferta y demanda de divisas influye en el comportamiento del tipo de cambio*. Lo que profundiza el carácter endógeno de la oferta de dinero (López, 2007; Mántey, 2004 y 2007b). En tal sentido se sostiene que los flujos de capital externos han determinado en gran medida el diseño y ejecución de la política monetaria en México (Huerta, 2007; Mántey, 2007 y 2007b; López, 2007 y 2007b; León, 2007). Es por ello que con un tipo de cambio flexible y con la movilidad de capitales la política cambiaria se vuelve endógena.

Veamos, durante el periodo 1988 – 1994, la política monetaria se apoya en el tipo de cambio como ancla nominal, buscando influir en las expectativas de la inflación. Con ese propósito las acciones del Banco de México se orientan al sostenimiento de un tipo de cambio que mediante las operaciones de esterilización buscaba mantenerse dentro de una banda; en tanto que las variaciones en la liquidez se compensaban por medio del crédito interno neto.

Con la devaluación del peso en 1994 se abandona el tipo de cambio como ancla nominal y se ratifica el objetivo prioritario de combate a la inflación. Para el logro de dicho objetivo se anuncia que se instrumentó un tipo de cambio flexible que permita enfrentar los efectos

negativos generados por la alta volatilidad de los flujos de capitales externos. Hasta 1994 el régimen cambiario había funcionado como una regla monetaria implícita la cual había servido como guía para la formulación de las expectativas de los agentes económicos.

Sin embargo, la adopción del régimen de flotación en 1995 implicó la pérdida de dicha regla.<sup>84</sup> Ahora, frente a una nueva política monetaria basada en la regla de Taylor, la influencia de los flujos de capital no parece distinta.

*Desde el punto de vista empírico en el caso de México dicha regla parece requerir el concurso del rezago del tipo de cambio para conseguir el objetivo de estabilidad de precios.*

El Banco de México está empleando la apreciación del tipo de cambio para alcanzar su meta de inflación (Perrotini, 2007c:77); lo que provoca que el alza del precio del dinero atraiga dólares del resto del mundo al país, contribuyendo a la generación de un exceso de oferta en el mercado de divisas y a la acumulación de reservas internacionales y, consecuentemente, a una apreciación del peso frente al dólar (Guerrero y Urzúa, 2007; Perrotini, 2007 y 2007b)

Lo que ha generado que se fije el tipo de cambio que acompañado del aumento de la tasa de interés implica la afluencia de capitales, produciendo que *de jure* se adopte un régimen cambiario de libre flotación *de facto* se continua interviniendo en ese mercado, pareciéndose más a un tipo de cambio fijo.

Así, se sostiene que para México un régimen flexible aparece bajo su modalidad de administrado (flotación sucia) donde las *intervenciones* mantienen *estable* al tipo de cambio nominal (cuasi fijo) y *apreciado* (sobrevaluado) al real, en una situación de libre movilidad de capitales.

---

<sup>84</sup> México se convirtió voluntariamente en el primer país de América Latina en optar por un tipo de cambio flexible, que a decir de algunos se ha convertido en un elemento muy importante de la actual estructura de política macroeconómica, ha permitido reducir distorsiones en un contexto de crecimiento con inflación decreciente, además de reducir la variabilidad a los capitales de corto plazo sin necesidad de controles de cambio (Carstens y Werner, 2000, Martínez, Sánchez y Werner, 2001), sin embargo para otros también se ha experimentado una alta variabilidad. Las variaciones cambiarias generan incertidumbre a los agentes encargados de tomar decisiones de inversión y en consecuencia, debilitan las posibilidades de desarrollar el sector de bienes exportables (Levy, 1999:222 – 224).

Lo que ha generado dos tipos de *traspaso* de la paridad peso – dólar <sup>85</sup> : la apreciación del tipo de cambio real asegura que la tasa de retorno real de los activos denominados en moneda nacional que los extranjeros adquieren y mantienen en sus portafolios excede a la tasa de retorno real que perciben los residentes nacionales (Perrotini, 2007 y 2007b) y, que algunos productores se benefician, ya que sus costos derivados de las importaciones se reducen, posibilitando el incremento de ganancia sin alterar sus precios (Galindo y Guerrero, 2000; Guerrero y Urzúa, 2007).

Lo anterior estimuló el incremento en la entrada de flujos de capital externos,<sup>86</sup> obligando al Banco de México a actuar paralelamente en el mercado cambiario. Su objetivo, como ya se dijo, es el de evitar un ajuste cambiario. Por lo que su intervención se encamina a evitar un crecimiento de la base monetaria, influyendo en la subasta de un monto de divisas que busca reducir la velocidad de acumulación de las mismas, generando un proceso de apreciación del peso frente al dólar. Se calcula que entre 1987 y noviembre de 1994 la apreciación llegó a 44% y entre 1995 y 2005 a 36%. Se estima que desde octubre de 2005 a principios de 2007 el peso se había apreciado en un 31%.<sup>87</sup> Lo anterior es verificado tanto por A. Huerta (2007: 1 – 41); M. Chávez (2007:182 – 183); E. Ortiz (2007b:185 – 187) que por C. Guerrero y C. Urzúa (2007:160 – 1661) quienes utilizando varios enfoques corroboran el grado de apreciación del peso con respecto al dólar estadounidense; ya se ha utilizando la hipótesis de la PPC a largo plazo, o por medio del costo unitario de la mano de obra del sector manufacturero y uno más lo encuentran en la fracción porcentual de la economía mexicana (medida en dólares corrientes) respecto a la estadounidense (medida también en dólares) encontrando, en todos ellos, resultados que sugieren la fuerte apreciación del peso tanto en 1994 como en 2005.

---

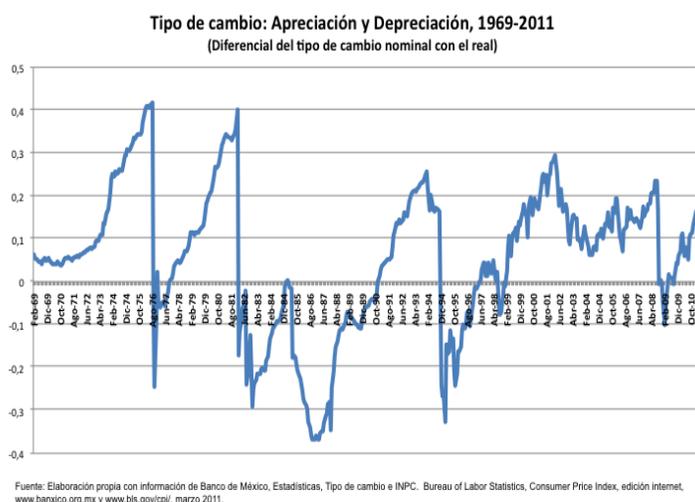
<sup>85</sup> El concepto hace alusión a las repercusiones de la apreciación / depreciación de una moneda sobre las expectativas de un inversionista institucional lo que se traduce en una redistribución del ingreso entre los agentes económicos involucrados. Ante un movimiento de apreciación del tipo de cambio el inversionista institucional es premiado con ganancias extraordinarias en su propia moneda.

<sup>86</sup> Sin perder de vista que a partir de 1999 y hasta 2006 el incremento en la entrada de flujos de capital externos también se vio estimulado por el establecimiento de altas tasas de interés internas y por las fusiones de los tres principales bancos locales con bancos internacionales.

<sup>87</sup> Lo anterior es verificado tanto por A. Huerta (2007: 1 – 41); M. Chávez (2007:182 – 183); E. Ortiz (2007b:185 – 187) que por C. Guerrero y C. Urzúa (2007:160 – 1661) quienes utilizando varios enfoques corroboran el grado de apreciación del peso con respecto al dólar estadounidense; ya se ha utilizando la hipótesis de la PPC a largo plazo, o por medio del costo unitario de la mano de obra del sector manufacturero y uno más lo encuentran en la fracción porcentual de la economía mexicana (medida en dólares corrientes) respecto a la estadounidense (medida también en dólares) encontrando, en todos ellos, resultados que sugieren la fuerte apreciación del peso tanto en 1994 como en 2005.

En la gráfica siguiente, Gabriel Mendoza Picahardo, ofrece otra metodología para calcular la apreciación cambiaria. Utilizando al tipo de cambio real, como al tipo de cambio que calcula Banxico para solventar las obligaciones denominadas en moneda extranjera y el índice nacional de precios al consumidor, utilizado en México como en Estados Unidos.

### México: Apreciación del peso frente al dólar (Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con metodología ofrecida por Gabriel Mendoza Picahardo, con datos de Banxico y Federal Reserve.

Se señala que en una economía abierta como es ahora la mexicana, la apreciación es provocada por el ingreso de flujos de capital de cartera que entran al país en búsqueda de rendimientos extraordinarios, (Guillén, 2000) ya que con un tipo de cambio apreciado los inversionistas foráneos, al repatriar eventualmente sus activos líquidos, no habrán sufrido erosión en términos de dólares (Goicoechea, 2000). Por lo que una moneda apreciada representa un incentivo adicional para la inversión extranjera de cartera, incluyendo la inversión extranjera en acciones (Cuevas, 2002). *La estabilidad relativa del tipo de cambio nominal se sostiene en la permanente apreciación de la tasa real.*

Al anclar el tipo de cambio nominal, buscando la estabilidad de precios, se genera una tendencia a la baja en el tipo de cambio real con la consiguiente pérdida de competitividad de las exportaciones y el abaratamiento de las importaciones lo que conducirá eventualmente a profundizar el déficit comercial y aumentar la dependencia creciente de flujos de capital externos para cerrar la brecha ahorro – inversión y la brecha de divisas. Al

inducir su apreciación, se renuncia a manipular el tipo de cambio como un instrumento de ajuste de la balanza de comercio exterior influyendo en el desempeño de la producción y la generación de empleo.

Se ha señalado que al orientar a la política monetaria sobre el objetivo único del combate a la inflación y la función de prestamista de última instancia, se circunscribe el manejo soberano del espacio monetario de los países limitando la posibilidad de aplicar una política contra cíclica. Se afirma que “un elemento indispensable para el desarrollo económico es el manejo soberano del espacio monetario de los países. El ejercicio de soberanía monetaria del banco central en su relación con el exterior se pierde a través del tributo por concepto de deuda externa, pago de regalías, etc. En el espacio interno no se ha fortalecido a través de la política monetaria como empleador de primera instancia” (Girón, 2007:139).

En el presente, el papel del tipo de cambio al parecer es determinado por los intereses de los inversionistas institucionales que lo manipulan como un instrumento para satisfacer las exigencias y condiciones de confianza, estabilidad y rentabilidad de la esfera financiera, generando rentas financieras en el corto plazo a cargo de costos sociales de larga duración en términos de ocupación y deterioro de los servicios básicos del bienestar como son educación y salud.

En particular para el caso de México con la entrada de capitales se genera un proceso de apreciación del tipo de cambio afectando las condiciones de competitividad y acumulación de la producción nacional así como en detrimento de la balanza comercial donde *el tipo de cambio deja de ser instrumento de ajuste de la balanza de comercio exterior para ser herramienta a favor de la reducción de la inflación y de la valorización del capital de colocación financiero*. Lo que aleja al tipo de cambio de su comportamiento y determinación tradicional cercana a la esfera productiva.

La política cambiaria deja de ser un instrumento competitivo para proteger la producción nacional frente a las importaciones para incrementar las exportaciones y el valor agregado de éstas y para lograr el ajuste (o disminuir el déficit) de la balanza de comercio exterior (López, 2007; Huerta, 2007; Guillén, 2007; Ortiz, 2007b). Pero como veremos, en el capítulo siguiente, el régimen de tipo de cambio flexible, la apertura de la cuenta de capital y el esquema de metas de inflación se han complementado de manera adecuada para la obtención de ganancias financieras.

## CAPITULO CUARTO

### FINANCIARIZACIÓN Y CONSTRUCCIÓN DE LA RENTABILIDAD EN GRANDES GRUPOS DE CAPITAL PRIVADO CON ORIGEN EN MÉXICO.

Una expresión del régimen de acumulación con predominio financiero se encuentra en la inversión de racionalización. Su objetivo es la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves, por lo cual impone criterios de rentabilidad financiera.

Como ya se apuntó anteriormente, en una de sus dimensiones la *financiarización* se desarrolla cuando en los espacios monetarios de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, traduciéndose esto en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales.

Una alusión a lo anterior lo encontramos cuando los gobiernos manejan Bancos Centrales Autónomos que están atentos al control de la inflación a través de tasa de interés y el tipo de cambio. El interés de la macroeconomía se reduce a la vigilancia en los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio, lo que se ha identificado como la “macroeconomía financiera.” Estos instrumentos se traducen en variables de ajuste del sistema económico. El fin es el de fortalecer la liquidez y profundidad de los mercados locales en moneda local para ofrecer garantías en la transferencia de rentas financieras (Correa, 2008; Lichtensztejn, 2008).

En tal sentido, la exigencia de monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria de estos países en busca de la afluencia de capitales que persiguen un mayor premio. Los capitales se desplazan de una actividad a otra, de un país a otro, de una moneda a otra, en busca de mayor rentabilidad: tanto por préstamos y colocaciones financieras como por las inversiones directas a través de instituciones financieras o por los brazos financieros y tesorerías de las grandes empresas.

La *financiarización* en otra de sus dimensiones, como ya se apuntó, se produce cuando predomina el comportamiento especulativo sobre el comportamiento de empresa, motivado por un entorno macrofinanciero que favorece la búsqueda de rentabilidad financiera de

corto plazo. Una referencia son las actuales formas de gestión de las corporaciones en el manejo de su tesorería para la construcción de su beneficio, donde los mercados financieros aparecen como relevantes, vía bancos de inversión, intermediarios no bancarios, corredurías y fondos de inversión diversos, constituyendo un cambio en las estructuras de financiamiento de las empresas.

El resultado es una tendencia de financiamiento en las grandes empresas con fondos propios, lo que no necesariamente se vincula con el financiamiento de la actividad productiva. Se establece una lógica donde las empresas persiguen resultados a corto plazo ligadas a la exigencia de obtención de cuantiosas ganancias, más que su capacidad productiva y la generación de ganancias estables a largo plazo.

Se ha señalado que en tiempos de *financiarización*, las finanzas terminan condicionando las actividades y estrategias de crecimiento empresarial. Con el fin de mantener sus condiciones de rentabilidad en las grandes empresas, en algunas ocasiones, las colocaciones financieras adquieren una mayor relevancia, donde su rentabilidad no tiene como única fuente y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva (Chesnais, 1996, 2001 y 2003; Vidal, 2002, 2003, 2004 y 2007).

El propósito del capítulo es mostrar elementos que permitan corroborar la hipótesis para presentar regularidades empíricas del proceso de *financiarización* equiparando sus dos dimensiones. Para tal fin estudiaremos el comportamiento de las tesorerías de algunos de los grandes grupos de capital privado con origen en México.

Las corporaciones seleccionadas tanto son propiedad de inversionistas del país, como permiten la participación de capital externo en sus empresas. En los primeros seleccionamos a cinco de las corporaciones más representativas de los sectores económicos: de la industria del cemento a Cemex, de la industria minera, al Grupo México; del sector manufacturero, a los grupos Alfa y Vitro, de la industria panificadora a Grupo Bimbo y en el sector servicios al Grupo Carso, en los segundos, destacamos a Femsa y Gruma, quienes comparten sus intereses con inversionistas del exterior.

Nuestro objetivo es mostrar la manera en que manejan las grandes empresas sus tesorerías para construcción de su beneficio. La forma en que se organiza el capítulo es la siguiente. En la primera parte, analizamos la *financiarización* y las ganancias de las corporaciones. Aquí de lo que se trata es de empatar las dimensiones de la *financiarización* con el

propósito de comprender que el entendimiento de la preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva de las grandes empresas, pasa necesariamente por la comprensión del manejo de la política en el ámbito financiero nacional.

Encontramos que en su expansión estas corporaciones emplearon sus tesorerías combinando el entorno que genera la apertura y liberalización financiera con una situación macroeconómica local, que expresa a través de la política monetaria, la necesidad de garantizar la sustentabilidad en la transferencia de rentas financieras. En la gestión de las empresas que operan desde nuestro país encontramos casos de *financiarización*.

Después, utilizando la información contable y financiera examinamos los estudios de caso, con la intención de contar con elementos de análisis para ilustrar claramente la magnitud de los beneficios financieros en relación con los productivos obtenidos por estas empresas. La finalidad es subrayar que para las grandes empresas la rentabilidad no tiene como única fuente y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva, sino que en ocasiones las colocaciones financieras son más importantes.

## 4.1 FINANCIARIZACION Y GANANCIAS DE LAS CORPORACIONES

La apertura de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, la liberalización financiera y la defensa de políticas flexibles en materia de tipo de cambio, configuraron estructuras financieras locales para un sistema financiero mundial desregulado, con más autonomía relativa y de enorme liquidez, lo que favoreció un entorno de mayor acceso de las empresas a los mercados financieros locales e internacionales para financiarse, lo mismo en Estados Unidos como en Europa, Asia y las principales plazas en América Latina, generando un traslado de intermediación creciente, un alargamiento de la estructura monetaria (Parguez, 2006).

A la vez que las grandes empresas se han distanciado del crédito para la inversión productiva (mercado de depósitos y de crédito bancarios) también participan intensamente en las actividades financieras. Sus operaciones incluyen todas las formas de crédito, ahorro y seguro, así como los grandes y diversificados mercados de títulos sobre las rentas futuras, tanto del lado de los activos como de los pasivos. Se genera un cambio en las estructuras de financiamiento de las empresas, vía de los bancos de inversión, intermediarios no bancarios, corredurías y fondos de inversión diversos.

Se señala, que en algunos casos, el traslado de las operaciones de financiamiento de las empresas, fue acompañado de problemas en sus estructuras crediticias, a la vez que sus fuentes de utilidades se debilitaban aceleradamente. El resultado es la articulación de tendencias de estancamiento y crecimiento en el comportamiento de las inversiones productivas y aquellas que se desenvuelven en la esfera financiera (De Bernis, 1999; Plihon, 2003; Vidal, 2009). Anteriormente, este proceso de crecimiento y estancamiento recibió el nombre de *financiarización*, la liquidez se desvía de una posible inversión productiva hacia una inversión de racionalización (De Bernis, 1988).

En breve, las grandes empresas se encaminaron a obtener fondos directamente en el libre mercado financiero, pasando a depender menos de los préstamos bancarios. Tanto en las economías europeas, como en Estados Unidos y Japón, las empresas pasaron de un régimen de financiamiento por medio de los bancos a otro fundado en el libre mercado: emisiones de acciones, colocaciones de títulos de deuda y manejos de tesorería (Lapavistas, 2009).

Para el caso de las empresas latinoamericanas se facilitaron las condiciones a un endeudamiento financiero, relativamente comparables a las de sus contrapartes de la OCDE. Entre 1980 y 2005, el acceso de América Latina a los mercados internacionales de capital mejoró notablemente (Santiso, 2008).

Ahora algunas empresas con matriz en América Latina se conducen con una dimensión más allá de sus estados nacionales. Se ha llamado empresas multinacionales latinoamericanas (multilatinas) que compiten en calidad y dimensiones con las mejores del mundo (Santiso, 2008), cuentan con una estrategia mundial de ventas y organizan su producción considerando plantas y procesos en diversos espacios; manejan su tesorería o desarrollan su brazo financiero – para el caso de las empresas no financieras – seleccionando los más diversos mercados y la adquisición de títulos y documentos privados y públicos, considerando principalmente el mercado de Estados Unidos. Los manejos de tesorería son, en gran parte, en moneda extranjera (Vidal, 2006).

El resultado es una tendencia de financiamiento en las grandes empresas con fondos propios, lo que no necesariamente se vincula con el financiamiento de la actividad productiva. En una economía de fondos propios crece la importancia de los accionistas, de los fondos de inversión extranjeros y en general de la *financiarización* de la gestión de las empresas (Plihon, 2003; Vidal, 2006 y 2008).

Se establece el principio del “valor para el accionista”, representados por los inversores institucionales que imponen el objetivo de la rentabilidad financiera de la empresa sobre el desarrollo de su actividad: se trata de aumentar por todos los medios el valor que tienen los accionistas (Plihon, 2003).

Bajo esta lógica, las empresas persiguen resultados a corto plazo más que planes que involucren un horizonte de actividades productivas a largo plazo, “durante las tres últimas décadas las empresas se han visto impulsadas a disminuir de tamaño y pagar dividendos, es decir, a reducir costes y distribuir beneficios a los accionistas, más que a generar reservas para reinvertir las ganancias. Los directivos de las grandes empresas industriales y comerciales se han hecho expertos en extraer rentas financieras” (Lapavistas, 2009:63 – 73).

De modo tal el régimen de acumulación con predominio por lo financiero (*financiarización*) representa la relevancia de nuevos actores sociales y sus formas y

medios que operan para constituir su rentabilidad. No sólo se refiere a la posición y función de los inversionistas institucionales en el sistema financiero que les permite obtener enormes rentas financieras, sino también, las mayores corporaciones realizan operaciones por medio de su brazo financiero o de su tesorería que les reportan cuantiosas ganancias a partir de la participación en mercados estructurados: mercado de acciones y mercado de bonos y de derivados.

El manejo de las tesorerías de las grandes empresas les permite practicar estrategias para incrementar el valor de los títulos en busca de obtener en las mejores condiciones un incremento de rentas financieras. Las transacciones financieras, que su base son los títulos (acciones y obligaciones), acaban por ignorar el proceso que está en el origen de los dividendos e intereses: la esfera productiva. Se puede sostener que “es el comportamiento de las grandes empresas parte sustancial del proceso de *financiarización*” (Vidal, 2009).

Hasta el 2000, las empresas mexicanas prácticamente no invertían fuera del país, pero a partir de ese año la inversión directa de México en el exterior también registró un promedio de 3,000 millones de dólares por año. En el 2005 subió a casi 6,200 millones de dólares. En menos de diez años, las empresas mexicanas multiplicaron sus fusiones y adquisiciones. El total de sus inversiones fuera de México asciende a más de 25,000 millones de dólares (Santiso, 2008:19 – 27). Las fusiones y adquisiciones, son un mecanismo de la *financiarización* en la gestión de las empresas, como lo son también el retorno a las actividades básicas, la reingeniería de procesos y la reducción del capital (Plihon, 2003).

Las fusiones y adquisiciones de empresas, iniciadas en Estados Unidos con mayor fuerza en 1999, representan operaciones transfronterizas para crear valor, tanto por la vía de las acciones, incrementando las cotizaciones de la empresa, como por las economías de escala que genera, vía reducción de costos, cuya consecuencia es la reducción de su plantilla laboral. De lo que se trata es de lograr un mayor poder de mercado frente a la competencia. La parte fundamental del “aumento del valor accionario engendrado por las operaciones de fusión pasa a los inversores que poseen el capital de esas empresas” (Plihon, 2003:32).

El retorno a las actividades básicas de la empresa es una segunda alternativa a la que se recurre para la creación de valor. Al volver a centrarse en las actividades para las que dispone de ventajas competitivas, los agentes financieros obligan a las empresas que controlan a aplicar esta política, ya que “consideran que deben ser ellos los que deben

decidir sobre la utilización de eventuales políticas de diversificación, modificando sus propias carteras de acciones (...) consideran que están mejor capacitados que los agentes que aplican la lógica industrial para adoptar las decisiones estratégicas de una empresa (Plihon, 2003:32 – 33). Los mecanismos señalados, son dos de las estrategias que se identifican en la gestión de las empresas estudiadas, sin embargo, existen un par de mecanismos más que se emplean para incrementar al máximo el capital propio de la empresa.

La reingeniería de procesos y la reducción de capital, aparecen como la tercera y la cuarta alternativas para concentrar la actividad de la empresa en los segmentos más rentables. En la primera el fin es dejar que algunos bienes y servicios los realicen de forma más competitiva otras empresas con mejores resultados en esos tramos de producción. La segunda es considerada como la vía más radical. Consiste “en la compra por parte de la empresa de sus propias acciones, por ejemplo, a través de una oferta pública de compra. Para un nivel dado de beneficios anticipados, la empresa que compra una parte de sus propias acciones incrementa automáticamente el valor de las restantes” (Plihon, 2003:33).

En la gestión de las empresas que operan desde nuestro país encontramos casos de *financiarización*. Lo mismo en Cemex, Grupo México, Alfa, Vitro y Grupo Carso, que en Grupo Bimbo, Femsa y Gruma. En algunos casos sus procesos de internacionalización han sido acompañados con altos índices de apalancamiento y su preferencia por la liquidez que por el de la inversión productiva. En otros, los procesos de fusión entre sus subsidiarias, le permitió reestructurar sus empresas encaminadas a concentrarse en su negocio base. Estos procesos de *financiarización* en la gestión de sus empresas les habilitó tener y en algunos casos controlar activos en el exterior, con el objetivo de mantener sus condiciones de rentabilidad pero con una alta vulnerabilidad, a la vez que las fusiones entre subsidiarias les otorgó, en una sola operación, abastecer su mercado sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión. Se trata de casos de gerencia financiera a corto plazo, donde sólo implicó el seguimiento de fondos y gestión de tesorería.

En tal sentido las grandes empresas con matriz en México han impulsado diversas estrategias dentro de dos grandes procesos: en el primero, el espacio nacional es en donde se llevan a cabo alianzas estratégicas con el capital extranjero, considerando el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), con el desarrollo de una planta

exportadora desde el país o establecida en Estados Unidos, donde a pesar de que la empresa con origen en México mantenga el control sobre el grupo y las empresas creadas, conservando la mayoría de las acciones, las alianzas y cambios que se asume por la matriz en México son parte de las estrategias de crecimiento de su socio transnacional. Son los casos de la relación entre Coca Cola – Femsa y The Coca Cola Corp., Gruma y Archer Daniels – Midland Corp., y en un menor grado Alfa y dos de sus subsidiarias, Alpek (petroquímicos) y Alestra (telecomunicaciones), la primera con participación de British Petroleum (BP) y Lyondell Basell (Basell) de los Estados Unidos y BASF Aktiengesellschaft (BASF) de Alemania, mientras que la segunda con AT&T.

En el otro proceso, se multiplicaron los procesos de fusiones y las adquisiciones en el mercado de origen y en el exterior. En el caso de las fusiones, la controladora decide fusionar sus subsidiarias con el propósito de fortalecer su negocio base. Considerando su posicionamiento en el mercado local, como son los casos de Grupo Carso y Grupo Bimbo. En el caso de las compras, la empresa invierte en el exterior a través de la creación de nuevas subsidiarias en espacios internacionales o mediante la adquisición del 100% de empresas ya existentes en otro país, se va de un proceso desde las ventas en el exterior a las adquisiciones en el exterior. Ésta es la estrategia “exitosa” de Cemex y Grupo México, y representa el fallido proceso de internacionalización de Vitro.

En la estrategia de expansión de estos grupos, que tanto son propiedad de inversionistas del país, como permiten la participación de capital externo en sus empresas, manejaron sus tesorerías para la construcción de su beneficio combinando el entorno que genera la apertura y liberalización financiera, que bajo el control privado en los mercados extraterritoriales generó un explosivo crecimiento de la liquidez con una situación macroeconómica local, que expresa a través de la política monetaria, la necesidad de garantizar la sustentabilidad en la transferencia de rentas financieras.

Esto es, las tesorerías son operadas considerando la política monetaria ejecutada desde el banco central como las condiciones que propician los movimientos internacionales de capital, es decir, se aprovecho de la combinación entre expansión de la oferta de dinero y crédito mundial y de una política monetaria extremadamente laxa operada desde la banca central.

Se pueden identificar las siguientes estrategias en común en el comportamiento de las tesorerías de las empresas:<sup>88</sup>

- 1) Desplazaron su circuito del crédito hacia el mercado exterior, monetizando en el extranjero una parte considerable del beneficio y su realización. Lo anterior como resultado de la combinación entre la presencia de una nueva estructura financiera, con una amplia participación de bancos e intermediarios financieros extranjeros y el movimiento simultáneo entre descenso en el financiamiento local y ascenso del financiamiento externo;
- 2) Buscaron obtener fondeo tomando en cuenta la combinación de un régimen flexible de tipo de cambio (apreciado) y del diferencial de tasas de interés, entre las que se pagan en Estados Unidos, con respecto a las que se pagan en México: la distribución del “cash – flow”, se favoreció de tasas de interés más bajas en dólares y de una apreciación cambiaria;<sup>89</sup>
- 3) Persiguieron beneficios extraordinarios de cambio. Al tener mejores condiciones hacia un endeudamiento financiable, aumentaron el apalancamiento para el fondeo en dólares, ya que con un tipo de cambio apreciado sus activos líquidos no sufren erosión en términos de dólares incrementando su capacidad financiera, se trata de un mecanismo propio de *traders* de los mercados financieros;
- 4) Aplicaron el principio de “maximización de beneficios” al aumentar su endeudamiento en un periodo en el cual su rentabilidad económica disminuía. Así, las grandes empresas beneficiaron la rentabilidad de los recursos propios (rentabilidad financiera) por el “efecto de apalancamiento”, es decir, el costo de la deuda fue inferior a la rentabilidad de los activos (rentabilidad económica);
- 5) Integraron verticalmente sus procesos productivos en distintos espacios económicos a través de su negocio base formando lo que se denomina “cadena global de

---

<sup>88</sup> Las que no se excluyen mutuamente y en algunos casos las empresas utilizaron más de una. Sólo mencionamos aquellas que se relacionan directamente o indirectamente con el comportamiento del tipo de cambio, pero en la literatura reciente se han identificado otras, que se relacionan con dimensiones de la *financiarización* en la gestión de la tesorería de la empresa, entre estas están, el plan de opción de acciones para empleados y la recompra de acciones.

<sup>89</sup> La apreciación cambiaria del peso se había convertido en uno de los principales factores que habían impedido que algunas de estas empresas altamente apalancadas se declararan en situación de insolvencia, ya que un peso fuerte contra el dólar significa una menor carga financiera para las empresas.

mercancías”. A través de las adquisiciones y fusiones impulsaron una estrategia de retorno a las actividades básicas. Su fin era aumentar su participación en el mercado mundial, identificando las localizaciones más rentables para sus operaciones.

En una sola operación buscaron internacionalizar su cadena productiva y abastecer su mercado respectivo o posicionarse en el mercado interno sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión;

- 6) Obtuvieron financiamiento adicional de alto rendimiento al participar en mercados financieros estructurados. Se instalaron en el mercado de instrumentos financieros derivados como un campo de negocios adicional e independiente a las necesidades propias de la empresa, es decir, sus inversiones no respondían a necesidades de cobertura, sino a necesidades de flujo de efectivo. Se trata de operaciones estrictamente financieras donde un factor determinante es la relación entre el costo del capital y la rentabilidad esperada del mismo. Es básicamente un “trade – off” entre coste, riesgo y rentabilidad;
- 7) Adquirieron liquidez en el mercado local para pagar sus pasivos en dólares cuando lo necesitaron. Se favorecieron así, de la garantía que les ofrece el Banco de México: mantener e incrementar la acumulación de reservas internacionales para que puedan satisfacer sus obligaciones en moneda extranjera, ante una modificación en la paridad cambiaria.

El resultado fue la generación de mejores expectativas para las grandes empresas a través de simples operaciones financieras, mediatizada por las variaciones de los tasas de interés y de los tipos de cambio. Con lo que su rentabilidad depende más de los movimientos de precios que de su comportamiento productivo. Al privilegiar más a los ingresos financieros que las ganancias productivas, la cuestión de las divisas aparece como lo más relevante en las estrategias empresariales. Lo que parece ser una manera de que la estructura de precios relativos favorezca las ganancias empresariales sin que medie un proceso de valorización.

Así, los niveles de la tasa de interés en México y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio son acciones necesarias para que un sector importante de las grandes empresas mantenga sus condiciones de rentabilidad. Se podría sostener en los últimos años

que la lógica del comportamiento de estas variables se ha complementado de manera adecuada para la obtención de ganancias financieras.

En tal sentido, estamos en condiciones de afirmar que *la determinación del tipo de cambio pasa a ser un componente estructural del régimen de acumulación con dominación financiera. El comportamiento actual del tipo de cambio es el resultado de encadenamientos que se produjeron a partir del momento en que la abundancia de liquidez llevó a que la lógica financiera tomará el lugar de la lógica productiva, para la expansión, sustentabilidad y rentabilidad del proceso de acumulación. Se trata de la financiarización del tipo de cambio.*

En lo que sigue estudiaremos el comportamiento de las tesorerías de ocho de los grandes grupos de capital privado con origen en México. Los criterios para elegir a los estudios de caso son:

- a) Son empresas que han estado situadas en los sectores económicos más dinámicos y estratégicos de la economía mexicana durante los últimos treinta años;
- b) Por ello, se encuentran durante este periodo, entre las primeras veinticinco empresas reportadas por la revista *Expansión* en su clasificación de las 500 más importantes por su presencia en ventas y en activos, a la vez son consideradas entre las diez mayores empresas no financieras en Latinoamérica por la OCDE;
- c) Son propiedad de inversionistas del país, que en algunos casos tienen o tuvieron activos en el exterior y en algunos otros permiten la participación de capital externo en sus decisiones económicas;
- d) Tienen una estructura oligopólica, productiva y financiera que les ha garantizado el acceso al mercado internacional de capitales;
- e) En su dimensión financiera, su estructura les permiten incrementar su capacidad financiera y poder económico, ya que algunos poseen vínculos patrimoniales entre empresas, comercios y bancos y;
- f) Esta dimensión financiera se refiere al hecho de que se pueden generar ganancias extraordinarias a partir de su participación en los mercados financieros y ser usadas para obtener financiamiento adicional.

La intención es, tomando como referente general al proceso de *financiarización* de la acumulación, mostrar la forma como ejecutan las grandes empresas sus tesorerías para la construcción de su beneficio. Lo que se pretende es exponer que hoy, de acuerdo a las condiciones macroeconómicas en las que se conducen y en función de su rentabilidad, en las grandes empresas predomina su *preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva*.

## 4.2 ESTUDIOS DE CASO

Siguiendo manuales de administración financiera y finanzas corporativas <sup>90</sup> existe una variedad de parámetros para estudiar el desempeño financiero de las corporaciones. Una de las características que se exige de estas herramientas, es que necesitan al mismo tiempo garantizar que su lectura y aplicación sea lo suficientemente simple y amplia para ser útiles en la planeación y la toma de decisiones.

Durante décadas en el estudio del desempeño financiero de la empresa se ha sugerido analizar el comportamiento del fondo de maniobra, y utilizando parámetros tradicionales (índices o razones financieras) abordar el nivel de endeudamiento, liquidez, rendimiento, rentabilidad y finalmente tesorería, recurriendo para ello a la información de diferentes partidas de los tres estados financieros habituales: el estado de resultados, el balance general y el estado de flujos de efectivo. En última instancia se insiste, que el significado del desempeño financiero de la empresa, <sup>91</sup> es elevar el rendimiento que los inversionistas obtienen en acciones de la firma.

Se insiste que la información contable fundamental la proporciona el llamado balance

---

<sup>90</sup> Aquí seguimos a Brealey, Myers, Allen:2006; Emery y Finnerty; 2000; Ortega, 2008; Eiteman, Stonehill y Moffeelt:2000.

<sup>91</sup> Ahora la literatura de la teoría financiera registra nuevos parámetros para analizar el desempeño financiero llamándoles la nueva métrica o nuevos criterios de rentabilidad financiera: valor económico agregado (EVA, economic value added); el flujo de efectivo como rendimiento sobre la inversión (CFROI, cash flow return on investment) y el valor agregado de mercado (MVA market value added). Entre los cada vez más utilizados se encuentra el EVA, que aparece como la mezcla de parámetros contables (el beneficio y el valor contable de las acciones y de la deuda) con un parámetro de mercado (Eiteman, Stonehill, y Moffett, 2000). Entre algunos de sus límites se señala que algunos de sus componentes son deducidos de manera subjetiva y que ignora los cash flows producidos por la firma (Eiteman, Stonehill, y Moffett, 2000:760). A pesar de ser un parámetro complejo, su definición es bastante simple: se trata del resultado económico de la empresa una vez que se ha remunerado al conjunto de capitales invertidos, recursos ajenos y fondos propios. Un EVA positivo significa que la dirección de la empresa ha conseguido crear valor para los accionistas durante un ejercicio concreto. Este enfoque no se limita a suministrar un indicador de los resultados de la empresa, sino que va mucho más allá; define también un método de dirección basado en un sistema de estímulos que persigue la obtención y la superación de los objetivos de creación de valor para el accionista, lo que lo convierte en el indicador emblemático de la soberanía accionaria: de acreedor residual, el accionista se transforma en acreedor privilegiado (Aglietta y Rebérioux, 2005; Plihon, 2003)

general o estado de situación financiera de una empresa.<sup>92</sup> El balance general es una fotografía de la empresa, en un momento determinado de todo aquello que es susceptible de expresarse en términos monetarios. Con la información contable del pasado, las finanzas tratan de utilizar esa información para tomar decisiones de futuro. La visión contable nos dice qué pasó; la visión financiera trata de decirnos lo que pasará.

Bajo estas recomendaciones seleccionamos los siguientes parámetros <sup>93</sup> para estudiar su comportamiento en cada una de las corporaciones seleccionadas:

**1) Fondo de Maniobra (FM):** Los conceptos de fondo de maniobra y capital de trabajo neto son sinónimos y es un parámetro relacionado con la estructura financiera de la empresa. Su naturaleza financiera representa el ciclo económico y financiero a corto plazo de la corporación y es aquí donde se encuentra su importancia económica. El resultado de este índice refleja la gestión de la tesorería para obtener la liquidez que asegure el funcionamiento de la corporación, refleja entonces, la colocación y obtención de recursos para el pago normal de pasivos y desembolsos imprevistos.

Dentro del ciclo económico se define el tiempo promedio entra adquisición de materiales y servicios (aprovisionamiento), su transformación (producción), su venta (comercialización) y finalmente su recuperación convertida en efectivo (cobro). El ciclo financiero se relaciona con la situación de tesorería de la empresa, es decir, la capacidad de liquidez que tiene una empresa para cubrir sus compromisos a corto plazo.

El origen del FM lo constituye entonces, la cantidad de dinero disponible del fondeo para financiar todos los costos corrientes de la empresa, su necesidad consiste en elegir los niveles de efectivo, los valores comerciales, cuentas por cobrar e inventarios, así como el

---

<sup>92</sup> Uno de los criterios para aplicar dicho análisis es la *armonización* de la base de datos, es decir, la normalización en la presentación de informes contables y financieros (renglones, conceptos, periodos y fuente) de la muestra de empresas. La información que presenta *Economática*, garantiza lo anterior ofreciendo el balance general, el estado de resultados (estado de pérdidas y ganancias) y el flujo de caja. Además de utilizar esta fuente electrónica, nos apoyaremos en la información que brinde la página electrónica de estas empresas, el informe anual que reporta la Bolsa Mexicana de Valores, en la clasificación de *Expansión* (de las 500 empresas más importantes de acuerdo a sus ventas y activos) y a la que ofrece las revistas *América Economía* y *Latin Trade*, con su *ranking* de las 500 empresas mayores en América Latina.

<sup>93</sup> No en todos los casos de estudio se muestran los cálculos de los parámetros y en algunos otros casos utilizamos además la razón deuda a corto plazo a ventas en el extranjero para saber la capacidad de sus ventas en el extranjero para financiar sus pasivos de corto plazo en moneda extranjera. El criterio para seleccionar uno o varios parámetros en cada caso y su relación entre sí, es el de identificar cuáles índices son los más apropiados para comprobar nuestro objetivo.

nivel y mezcla de los tipos de financiamiento a corto plazo tomando en cuenta sus objetivos de rendimiento y de riesgo.

De manera contable el fondo de maniobra en su forma simple es la diferencia entre los activos y pasivos circulantes con un horizonte de tiempo de un año o menor ( $FM = AC - PC$ ). Al activo se le llama inversiones (necesidades), al pasivo fuentes de recursos (recursos financieros), la idea es que entonces las fuentes de recursos financian las inversiones, por lo que al fondo de maniobra se le puede también considerar como el financiamiento de largo plazo de las actividades de corto plazo.

Tenemos que las empresas necesitan un determinado nivel de capital de trabajo para su funcionamiento, su preocupación es por mantener un equilibrio entre los activos y los pasivos circulantes y entre las ventas y cada categoría de activos circulantes con la finalidad de lograr una liquidez suficiente para maximizar el valor de la empresa en el futuro.

**2) Apalancamiento:** El índice de estructura o apalancamiento se refiere a la relación entre el patrimonio o capital y sus pasivos. Su resultado mide qué tan endeudada está una empresa. En su forma más simple es usualmente expresado como ratio entre el pasivo total entre el activo total ( $PT/AT$ ). Su importancia económica es que calcula el porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores para su desempeño.

Otra forma de índice de apalancamiento se obtiene entre la relación deuda – recursos propios, obtenido del índice pasivos totales entre el capital contable, que evalúa el porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores y propietarios.

**3) Liquidez:** La importancia económica de este parámetro financiero radica en que su resultado orienta la fortaleza de la empresa dentro de su ciclo económico para cumplir sus compromisos de corto plazo. Como es conocido existen diversos criterios para calcular la liquidez de una empresa. Tenemos a la Razón Rápida =  $AC - INV. / PC$ , llamada también prueba acida, que estima el grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo sin recurrir a la venta de sus inventarios. La liquidez, también puede ser obtenida mediante la llamada razón circulante, que es la razón entre el Activo Circulante y Pasivo Circulante ( $AC/PC$ ), que calcula el grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo.

**4) Rentabilidad:** En para parte de la literatura consultada el rendimiento y la rentabilidad son sinónimos. Dentro de las decisiones económicas la rentabilidad aparece como indicador

a seguir, ya sea que se trata de la llamada rentabilidad financiera o de la rentabilidad económica. Una forma de obtener el rendimiento de la inversión es calculando la razón entre la Utilidad Neta y el Activo Fijo (UN/AF). Sin embargo se distingue la obtención del rendimiento sobre las acciones, por medio del ROE (return on equity) y de la estimación del rendimiento sobre los activos, a través del ROA (return on investment or assets). Del primero se deriva la rentabilidad del capital contable (recursos propios) y del segundo la rentabilidad de los activos o de las inversiones.

**5) Tesorería:** Se conoce como tesorería al efectivo e inversiones a corto plazo (temporales), que representan las fuentes de financiamiento con las que la empresa hace frente a sus necesidades o inversiones. Su importancia económica destaca en que los componentes de la tesorería se encuentra parte de la llamada estructura del FM, que además incluye cuentas por cobrar e inventarios.

**6) Razón de Tesorería:** Ahora, si relacionamos la tesorería con el pasivo corriente, se obtendría la razón de tesorería que mide cuanto dinero está disponible para pagar las obligaciones corrientes. Se puede considerar que el coeficiente de tesorería es una extensión del índice de liquidez, sin embargo, si se aprecia en la tesorería se encuentra el dinero al que se pueden reducir la disponibilidad real de todos los activos líquidos, por lo que dicho coeficiente mide objetivamente cuánto es posible pagar en efectivo por cada peso de deuda contraída.

Se advierte que por si mismas, las razones financieras no proporcionan respuestas completas sobre el desempeño económico y financiero de una empresa. El análisis financiero debe asociarse a la investigación de tendencia, esto es, al estudio de los patrones a lo largo del tiempo, por lo que se propone que el análisis financiero también debe de considerar las tendencias macroeconómicas.

## 4.21 CEMEX

Cemex es considerada una empresa de “Clase Mundial”<sup>94</sup> dedicada exclusivamente a la producción de cemento y concreto. Es la tercera cementera más grande del mundo<sup>95</sup> mantiene operaciones en más de 50 países contando con una capacidad instalada para producir 96.7 millones de toneladas de cemento al año.

Sólo el 11% del total de sus activos se encuentran en México, con 15 plantas de cemento, 249 plantas de concreto, 94 centros de distribución (incluyendo 8 terminales marítimas) y 15 bases de transporte. Las operaciones en México representan aproximadamente el 16% de sus ventas netas (Cemex, reporte anual, 2007). Mientras que sus 52 plantas de cemento y el resto de sus activos y ventas netas se distribuyen como lo muestra el cuadro siguiente:

### CEMEX

#### Distribución de activos, plantas cementeras y ventas, 2007

Ubicación	Activos (%)	Plantas Cementeras	Ventas (%)
Estados Unidos	46	14	22
Europa*	22	19	37
Australia y Asia**	7	4	5
América Latina y el Caribe***	7	14	9
África y el Medio Oriente****	2	1	3

\* España, Reino Unido, Alemania, Francia, Italia, Dinamarca, República de Irlanda, República Checa, Polonia, Croacia, Hungría y Letonia.

\*\* Filipinas, Tailandia, Bangladesh y Malasia.

\*\*\* Venezuela, Colombia, Costa Rica, Panamá, la República Dominicana, Nicaragua, Puerto Rico, Jamaica y Argentina.

\*\*\*\* Egipto, los Emiratos Árabes Unidos e Israel.

Fuente: Elaboración propia con información de Cemex, *informe anual*, 2007.

<sup>94</sup> Lo que significa que compite en calidad y dimensiones con las mejores del mundo y hace alusión al hecho de que diversas plantas de Cemex en distintos momentos han recibido distinciones de calidad con base tanto al estándar nacional como internacional, dentro del primero el Premio Nacional de calidad, Premio Nacional de Exportación, Industria Limpia, Empresa socialmente responsable, entre otros y con estándar internacional, las certificaciones ISO 9002, ISO 14001, el premio “Ernest C. Arbuckle”, ser considerada como una de las “100 empresas mejor administradas y eficientes del mundo”, y obtener el grado de inversión por parte de calificadoras (por ejemplo la calificación de deuda de largo plazo mxAAA de Standar and Poors) por mencionar algunos.

<sup>95</sup> Después de la francesa Lafarge y de la suiza Holcim. En México la primera mantiene sus intereses a través de Moctezuma, mientras la segunda los tiene en Apasco.

Si consideramos la importancia como espacio económico, el de Norteamérica (México y Estados Unidos) representa para Cemex el más importante en cuanto a sus operaciones, en él se realizan aproximadamente el 38% de sus ventas netas; se encuentran el 57% de sus activos y representa el 44% de su capacidad instalada de cemento.

Se puede establecer dos momentos de expansión de esta empresa. La primera orientada completamente al mercado interno, mientras que la segunda se contempla el mercado externo, orientada a convertirse en un productor internacional. En el primer momento, que va de 1966 a 1989, Cemex se dedicó a adquirir las empresas de la competencia y a construir plantas en distintas regiones del país, donde opera plantas en las costas del Golfo de México y Pacífico lo cual le permite aprovechar los bajos costos de transportación para exportar. De los volúmenes de exportación de cemento de las operaciones en México, durante 2006, el 89% fue exportado a Estados Unidos, el 9% a Centroamérica y el Caribe, el 2% a Sudamérica (Cemex, informe anual, 2007).

A partir de 1989, Cemex decide *comprar a sus clientes*. Un elemento clave de su estrategia de crecimiento “es la adquisición de nuevas operaciones y la integración de dichas operaciones con las ya existentes” (Cemex, informe anual, 2007). Ante las dificultades de entrar al mercado estadounidense, la empresa adquiere plantas de concreto en ese país, hasta llegar a tener en el sur de Estados Unidos un total de 46 plantas de concreto y seis terminales marítimas. Sus ingresos generados por ventas en el exterior en sus subsidiarias han representado más del 60% de sus ventas totales de 1995 a 2007 (excepto de 1998 a 2000, donde se ubicaron arriba del 50% pero menos del 60%) a partir del 2005 se coloca por encima del 80%, llegando al 83% en el 2007 (Economatica, 2008).

Tenemos que las empresas necesitan un determinado nivel de capital de trabajo para su funcionamiento, su preocupación es mantener un equilibrio entre los activos y los pasivos circulantes y, entre las ventas y cada categoría de activos circulantes, con la finalidad de lograr una liquidez suficiente para maximizar el valor de la empresa en el futuro, ya que si esta no puede mantener un nivel satisfactorio de fondo de maniobra, es probable que llegue a un estado de insolvencia. En general, entre menor sea el fondo de maniobra, mayor será la rentabilidad de la empresa y menor su riesgo de quiebra. Como se puede observar en la gráfica 1, de 1995 – 1997, para Cemex, la administración del fondo de maniobra lo coloca entre los rangos menores, sin variaciones bruscas, situación que cambia en el periodo de

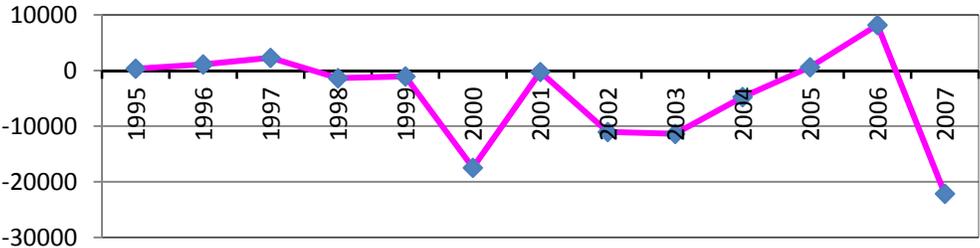
1998 a 2004 y en 2007, cuando el fondo de maniobra es negativo, esto es, cuando los activos circulantes de la empresa son menores que los pasivos. Una explicación de ello ocurre cuando la empresa se encuentra en expansión, entonces sus necesidades de inversión de corto plazo son mayores que la capacidad de generar recursos, por lo tanto se buscan recursos adicionales.

Durante los últimos 10 años, Cemex ha emprendido un importante programa de expansión geográfica para diversificar sus flujos de efectivo e incursionar en mercados cuyos ciclos económicos dentro de la industria del cemento opera de manera independiente a los de México y que ofrece un potencial de crecimiento a largo plazo (Cemex, informe anual, 2007).

Entre los años de 1998 y 1999, Cemex realizó operaciones por un total 325 millones de dólares para adquirir o aumentar su participación accionaria en empresas ubicadas en Chile, Filipinas e Indonesia, además logró el control mayoritario de dos subsidiarias ubicadas en Egipto y Filipinas. En el primer país, compró el 90 % de las acciones de la empresa Asstut Cements Co., por 318 millones de dólares, además destinó aproximadamente 60 millones de dólares para aumentar la capacidad de la planta en un 25%, mientras que en Filipinas adquirió el 99.9% de las acciones por un monto total de 400 millones de dólares. La deuda consolidada de Cemex ascendía a marzo de 1999 a 4,900 millones de dólares (Economática, 2008). Como parte de su estrategia de expansión en Asia, Cemex inició en el año 2000, la construcción de un molino de cemento en Dhaka, Bangladesh, el cual tendrá una capacidad de 500,000 toneladas anuales.

**GRÁFICA 1**

**CEMEX**  
**Fondo de maniobra, 1995 - 2007**  
 (miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

También en el año de 2000, Cemex adquirió el control de dos empresas más. En Nicaragua ganó la licitación con una oferta de 83.7 millones de dólares para administrar por 25 años la Compañía Nacional Productora de Cemento de Nicaragua, y compró la empresa Southdown por 2,800 millones de dólares. Para el año 2001, Cemex continuó con su estrategia de expansión, esta vez, en un tiempo record adquirió en menos de una semana dos empresas asiáticas, la tailandesa Saraburi Cement Company por un monto aproximado de 73 millones de dólares y la japonesa Wangan, adquirida en 23 millones de dólares.

En los años siguientes las asociaciones (entidades en las que ejerce el control en forma conjunta con terceros inversionistas), las adquisiciones e inversiones para la construcción o mejora de plantas y equipo fueron una constante dentro de la estrategia de Cemex,<sup>96</sup> pero también la necesidad de recursos adicionales, los cuales encontró en diversos contratos financieros, “incluyendo préstamos bancarios, líneas de crédito, operaciones de venta y arrendamiento, contratos *forward*, operaciones de préstamos futuros y operaciones de *swaps* sobre capital (instrumentos financieros derivados)”. Dentro de esta estrategia, Cemex y sus subsidiarias han emitido obligaciones, papel comercial, bonos y acciones preferentes (Cemex, informe anual, 2007).

La recompra de acciones también puede ser considerada como un mecanismo de financiamiento, Cemex aprobó una recompra de acciones por una cantidad hasta por 6,000 millones de pesos que sería implementada entre abril de 2007 y abril de 2008.

Su expansión llevo a Cemex a construir una extensa red de centros y terminales de distribución marítima y terrestre que le dan acceso comercial alrededor del mundo, “lo que le permite tener un sistema de posicionamiento global despachando a pedido camiones mezcladores a obras de construcción, como si fueran taxis que responden a llamadas” (Santiso, 2008:12); pero al mismo tiempo se convirtió en una empresa altamente endeudada, en palabras de la propia empresa “hemos contraído y continuaremos contrayendo cantidades de deuda, principalmente en relación con el financiamiento de las adquisiciones que hemos realizado” (Cemex, informe anual, 2007). La deuda de Cemex

---

<sup>96</sup> En el año de 2002 Cemex inició operaciones en una nueva planta de cemento en California, Estados Unidos; cuya capacidad de producción es superior a 1 millón de toneladas anuales y requirió una inversión de 170 millones de dólares. En ese mismo año, compró en Puerto la cementera Rican Cement Co., en una operación valuada en 250 millones de dólares y adquirió el 90% de la división de concreto premezclado de la empresa costarricense Corporacion Pedregal. Durante 2003, 2005 y 2006, sus principales operaciones las realizó en Guatemala, Puerto Rico, Polonia, Italia y en Estados Unidos (New Braunfels, Texas y Dixon, Illinois) adquiriendo el control de plantas cementeras y plantas de concreto.

para 2007 ascendía a 19,864 millones de dólares, de la cual aproximadamente el 17% era a corto plazo y el 83% era a largo plazo.<sup>97</sup>

En cuanto a compras, los años de 2005 y 2007 son los más significativos con la adquisición del 100% de las acciones de la empresa australiana Rinker y de RMC, empresa con origen en Reino Unido. El 28 de agosto de 2007, se completó la adquisición de Rinker pagando aproximadamente 142 millones de dólares. Dicha empresa tenía operaciones principalmente en Estados Unidos y Australia, en la producción y venta de concreto premezclado y otros materiales de construcción.

Mientras que el 1 de marzo de 2005, adquirió por 43 millones de dólares a la cementera RMC, considerada como uno de los principales productores de cemento en Europa y uno de los más grandes proveedores de concreto premezclado y agregado a nivel mundial, con operaciones en 22 países principalmente en Europa, África y el Medio Oriente, Asia y en Estados Unidos. Sus activos adquiridos incluyen 13 plantas de cemento con una capacidad instalada anual de 17 millones de toneladas (Cemex, informe anual, 2007). Sin duda esta expansión geográfica se refleja en el comportamiento del fondo de maniobra de Cemex, que lo llevó a buscar recursos adicionales.

El índice de estructura o apalancamiento mide qué tan endeudada está una empresa. En su forma más simple es la razón entre el pasivo total entre el activo total, que mide el porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores. Un ratio más elaborado consiste en calcular la relación deuda – recursos propios, obtenido del índice pasivos totales entre el capital contable, que mide el porcentaje del total de fondos proporcionados por acreedores y propietarios.

Cómo se muestra en la gráfica 2, el índice de apalancamiento es mayor a cien, lo que sugiere que los activos superan a los recursos propios de Cemex. Los pasivos de Cemex en algunos años, llegan a representar más del 50% de sus activos, llegando al 62.3% en 2007. Sólo durante los años de 1999 y 2001 la relación de pasivo total a activo total fue menor al 50%, siendo de 45.8% y 49.8% respectivamente. Siguiendo el punto de vista financiero el

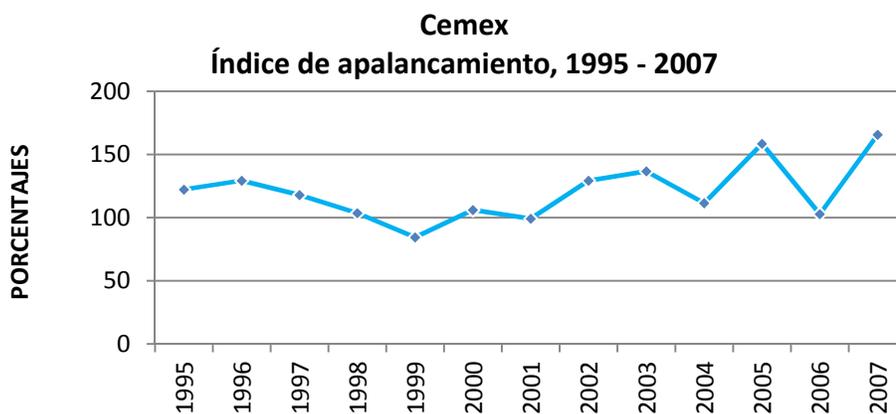
---

<sup>97</sup> “Sin considerar aproximadamente 3,065 millones de dólares de obligaciones perpetuas emitidas por entidades de propósito específico, mismas que no se computan como deuda bajo las normas de información financiera en México (NIF) pero que se consideran deuda para efectos de los PCGA en los Estados Unidos” (Cemex, informe anual, 2007).

índice debe de ser igual o mayor a uno, <sup>98</sup> pues el activo total siempre es más grande o igual que el capital contable.

A pesar de que Cemex aparece como una empresa altamente endeudada, su rentabilidad de sus recursos propios se coloca por arriba en la mayoría de los años del 10%, lo que puede representar una atractiva opción de inversión, <sup>99</sup> comparada con la ofrecida por otra empresa o con papel gubernamental. Ahora, como se aprecia en la gráfica 3, si cotejamos el comportamiento del rendimiento financiero con el rendimiento de la empresa, esto es, el ROE <sup>100</sup> (return on equity) con el ROA (return on investment or assets) respectivamente, encontramos que la rentabilidad de las inversiones (de los activos) de Cemex, siempre se ha mantenido por debajo del rendimiento de los recursos propios <sup>101</sup> (rendimiento del capital contable).

## GRÁFICA 2



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

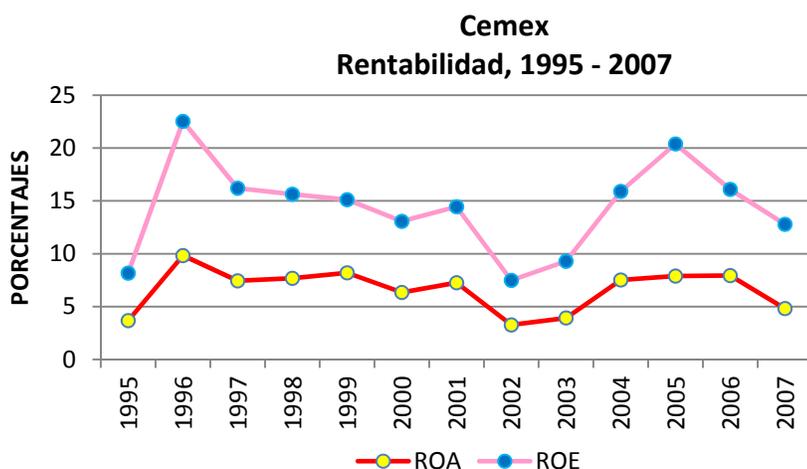
<sup>98</sup> El único caso en que es igual a uno es cuando la empresa no tiene deudas o estas representan menos del 50% de sus activos totales.

<sup>99</sup> El ROE, se interpreta como el porcentaje que le queda al accionista por cada peso que haya invertido en la empresa.

<sup>100</sup> La rentabilidad sobre el capital contable es el índice que es considerado como uno de los más importantes y quizás el más utilizado en los primeros 50 años de las finanzas.

<sup>101</sup> Por recursos propios se entiende al capital contable (capital pagado) y las utilidades que se han retenido en la empresa a lo largo de los años de operar. El capital social es el dinero que los accionistas han aportado, ya sea para el inicio de la empresa o bien en futuras capitalizaciones. Las utilidades retenidas son las utilidades que se han quedado en la empresa, en lugar de repartirse entre los accionistas, éstas al no ser repartidas como dividendos, quedarán como fuente de financiamiento de la empresa, pasando a ser parte del capital contable.

### GRÁFICA 3



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

En el año de mayor apalancamiento 2007, la tendencia de la rentabilidad financiera y económica se muestra decreciente. Para tener una idea más clara sobre los rendimientos sobre el activo y los recursos propios de Cemex, se puede asociar ésta a su grado de liquidez. Como es conocido, existen diversos criterios para calcular la liquidez de una empresa. La gráfica 4 muestra el comportamiento calculado por la llamada razón circulante (AC/PC), que mide el grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo. Como se aprecia en la mayoría del periodo de estudio, el porcentaje de la razón circulante se coloca por debajo del 100%, lo que significa que si se cerrara la empresa, por cada \$ 1.00 que se debe a corto plazo (menos de un año) la empresa no alcanza a cubrirlo. Por ejemplo, en los tres últimos años de la muestra, el porcentaje se ubicó en 101, 116 y 73 por ciento respectivamente, lo que representa que en el 2007, por cada \$1.00 que se debe a corto plazo se tiene .73 centavos para pagar, para 2006 y 2005 se tiene para pagar \$1.16 y \$1.01 respectivamente.

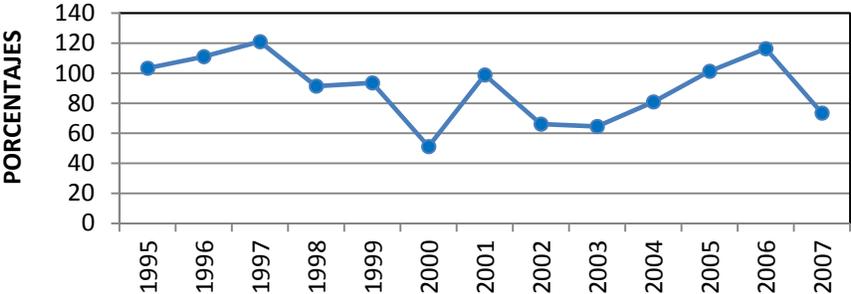
Para explicar mejor la liquidez de la empresa, se sugiere analizar cada una de las partidas que se incluyen en la misma: efectivo, valores negociables, cuentas por cobrar, inventarios y las fuentes de financiamiento a corto plazo. Si sólo tomáramos en cuenta la llamada tesorería <sup>102</sup> que incluye efectivo e inversiones a corto plazo (fuentes de financiamiento) y

<sup>102</sup> Resulta importante destacar que en los componentes de la tesorería se encuentra parte de la llamada estructura del fondo de maniobra, que además incluye cuentas por cobrar e inventarios.

lo relacionamos con el pasivo corriente, se obtendría la razón de tesorería que mide cuanto dinero está disponible para pagar las obligaciones corrientes y cuyo comportamiento para Cemex se muestra en la gráfica 5.

**GRÁFICA 4**

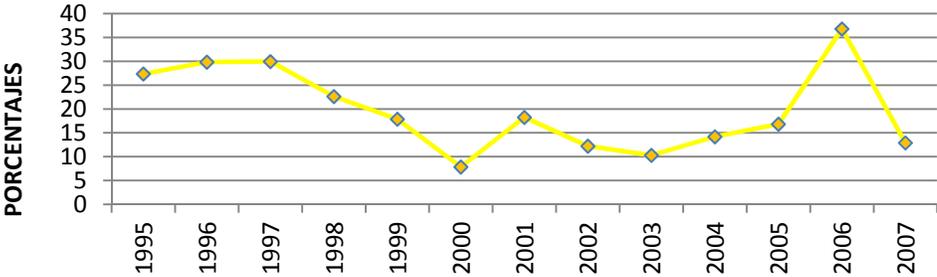
**CEMEX**  
**Liquidez, 1995 - 2007**



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

**GRÁFICA 5**

**CEMEX**  
**Razón de Tesorería, 1995 - 2007**



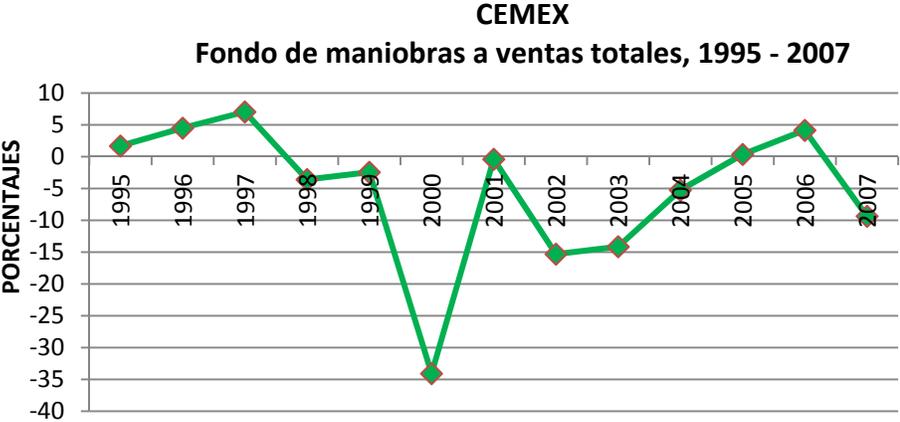
Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Se puede considerar que el coeficiente de tesorería es una extensión del índice de liquidez, sin embargo, si se aprecia en la tesorería se encuentra el dinero al que se pueden reducir la disponibilidad real de todos los activos líquidos, por lo que dicho coeficiente mide objetivamente cuánto es posible pagar en efectivo por cada peso de deuda contraída. Para el 2007, sólo el 13% de la tesorería de Cemex, puede ser utilizada para pagar su deuda. Su

capacidad de liquidez para cubrir sus compromisos de corto plazo en ese año no va más allá del 73%; por lo que de cada \$1.00 que se debe a corto plazo se tienen .73 centavos para pagar.

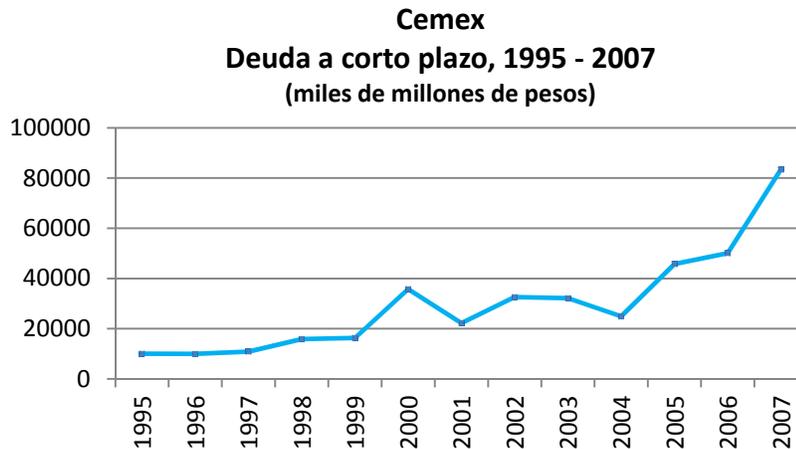
Como se señaló anteriormente, los años de 2005 y 2007 significaron para Cemex el periodo en que realizó sus adquisiciones más importantes, lo que representó consolidar su carácter de empresa global, pero al mismo tiempo evidenció su fragilidad financiera. Como se observa en la gráfica 6, durante el periodo de 1998 – 2004, las ventas totales de la empresa no contribuyeron a financiar al fondo de maniobra, dinámica que se acrecienta para el 2007, lo que implica la búsqueda de recursos adicionales de financiamiento. Lo cual produjo que su deuda a corto plazo se incrementará de manera significativa a partir de 2004 como se aprecia en la gráfica 7. Los parámetros de arriba señalados liquidez y apalancamiento confirman tal tendencia.

**GRÁFICA 6**



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

## GRÁFICA 7



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Si se analiza el ciclo económico de Cemex a través de la relación del fondo de maniobra a ventas, encontramos que los procesos de fabricación y comercialización de la empresa no generan la cantidad de dinero disponible para fondear sus costos corrientes, es decir, Cemex es incapaz de producir los recursos suficientes para financiar sus actividades en el largo plazo.

Por lo tanto, al estudiar el ciclo financiero de Cemex se necesita destacar la inversión de corto plazo que se requiere para el funcionamiento de sus actividades en el largo plazo. Lo que involucra observar la situación que guarda la tesorería de la empresa: la forma en que apalanca la firma, la manera de cómo toma deuda, de cómo invierte sus excesos de liquidez, es decir, en donde coloca y cómo obtiene sus recursos. Una forma de analizar lo anterior se encuentra en el costo integral de financiamiento (CIF). El cuadro 1, muestra el comportamiento del CIF, llamado también *el negocio financiero* de la empresa, ya que su comportamiento señala la rentabilidad financiera.

## CUADRO 2

### CEMEX

#### Costo Integral de Financiamiento

(en millones de pesos constantes al 31 de diciembre de 2007)

	2005	2006
Resultado integral de financiamiento (costo):		
Gasto financiero	-6,607	-5,785
Productos financieros	493	536
Resultados de instrumentos financieros	4,849	-161
Resultado por fluctuación cambiaria	-989	238
Resultado por posición monetaria	5,330	4,667
Resultado integral de financiamiento	<u>3,076</u>	<u>-505</u>

Fuente: Cemex, informe anual, 2007

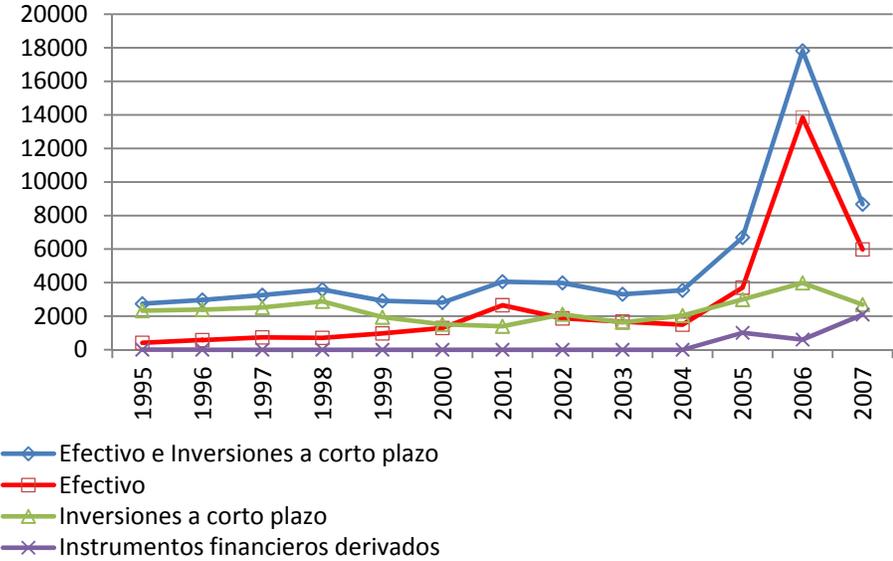
El CIF que presenta Cemex incluye: 1) gastos financieros o de intereses sobre préstamos; 2) productos financieros sobre efectivo e inversiones temporales; 3) apreciación o depreciación que resulte de la valuación de instrumentos financieros, incluyendo instrumentos derivados y valores cotizados en mercados, así como cualquier utilidad o pérdida registrada sobre la venta o liquidación de dichos instrumentos o valores; 4) ganancias o pérdidas cambiarias asociadas con activos y pasivos monetarios denominados en moneda extranjera; y 5) ganancias o pérdidas que resulten por la tenencia de activos u obligaciones monetarias sujetas a inflación (resultado por posición monetaria)

Como se observa en el comportamiento del CIF, el resultado integral de financiamiento neto de Cemex disminuyó significativamente, de una ganancia de \$3,076 millones de pesos (mdp) en 2005 a una pérdida de \$505 mdp en 2006. Su resultado en instrumentos financieros disminuyó notoriamente de una ganancia de \$4,849 mdp en 2005 a una pérdida de \$161 mdp en 2006, lo anterior como lo sostiene la empresa, “como resultado principalmente de un cambio de valuación de nuestra cartera de instrumentos financieros derivados durante 2005, en relación con 2006” (Cemex, reporte anual, 2007).

Cemex realiza operaciones con instrumentos derivados “como una fuente alterna de financiamiento y como cobertura” (Cemex, reporte anual, 2007). De acuerdo a información financiera reportada por instituciones bancarias, “en los últimos 10 años Cemex ha utilizado derivados de tasas de interés, de tipo de cambio y de capital para reducir riesgos asociados con dichas variables” (IXE, 2008:3). Sin embargo en sus estados financieros, en el renglón sobre “instrumentos financieros derivados corto plazo”, solo reporta actividad en los últimos tres años (2005 – 2007). La gráfica 8, muestra el comportamiento de la tesorería de Cemex.

**GRÁFICA 8**

**CEMEX**  
**Estructura de Tesorería, 1995 - 2007**  
 (miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

En 2005, el ROE alcanzó el 20.39%, el mayor porcentaje logrado en los últimos 10 años, también fue el periodo cuando el CIF, en su renglón “resultados de instrumentos financieros” obtuvo una ganancia reconocida de \$4,849 mdp, generadas por la inversión de Cemex en derivados, que consistieron en “contratos forward de capital, instrumentos derivados en moneda (excluyendo los contratos forward designados como coberturas de riesgo de la inversión neta en subsidiarias extranjeras), swaps sobre tasas de interés, swaps

sobre divisas (cross currency swap) y tasas de interés, derivados relacionados con proyectos de energía” (Cemex, informe anual, 2007). En contraposición, durante ese año, el fondo de maniobra de la firma sólo alcanzó \$590 mdp y un ROA del 7.88%, pero logró adquirir a la cementera RMC, considerada como uno de los principales productores de cemento en Europa y uno de los más grandes proveedores de concreto premezclado y agregado a nivel mundial. Además, se reconoce que a pesar de obtener una pérdida en sus inversiones en instrumentos financieros en 2006, obtuvo ganancias en sus contratos de forward de capital atribuibles al aumento del precio de mercado de sus valores cotizados (ADSs y CPOs), que sin duda, sus propias acciones se beneficiaron con la nueva subsidiarias de Cemex.

Un dato que puede ser interesante, es que también en 2005, se realizó por vez primera un programa de opciones para la compra de acciones a los ejecutivos, donde las opciones otorgadas a ejecutivos se califican como instrumentos de capital, en los cuales, los servicios recibidos se liquidan mediante la entrega de acciones (Cemex, informe anual, 2007). Lo que puede ser asociado a un estímulo, ya que los ejecutivos se ven recompensados con base en su éxito en lograr las metas establecidas de la empresa.

En resumen, tenemos a una corporación global que en su expansión favoreció más su preferencia por la liquidez que su inversión productiva. Cemex utilizó el apalancamiento como un recurso para convertirse en la primera empresa de América Latina y una de las diez más importantes multinacionales no financieras del mundo.

Se benefició de un entorno de mayor acceso a los mercados financieros locales e internacionales, que facilitó sus condiciones a un endeudamiento financiable y de un respaldo macroeconómico local, que le garantizó liquidez en términos de su propia moneda, para hacer frente a compromisos con moneda extranjera. Lo que le permitió un fondeo en dólares, que ante la combinación de un tipo de cambio apreciado y un diferencial en tasas de interés, le garantizaron el incremento de su rentabilidad financiera en comparación con la rentabilidad económica.

Sin embargo, en el último trimestre de 2008, las presiones de pago de sus obligaciones de corto plazo presionó esta empresa de “Clase Mundial”, a adherirse a un plan emergente de garantías bursátiles por parte del gobierno mexicano para no declararse en insolvencia. El objetivo era buscar un refinanciamiento en el mercado de deuda privada de corto plazo con el aval de la banca de desarrollo.

Al acompañar su fortalecimiento mundial de una mayor participación en los mercados financieros colocaron a la empresa en una situación de fragilidad, la cual le propició una pérdida de 711 millones de dólares en instrumentos derivados al 14 de octubre de 2008. Ahora, en un ambiente de apertura y liberalización financiera e incertidumbre en materia de tipo de cambio, obliga a Cemex a emprender un plan de reducción de costos vía reajustes en su plantilla laboral y austeridad de su inversión productiva. En un plan anunciado a inicios de 2009, contempla un recorte del 10 por ciento de su planta laboral y una reducción en su plan de inversión de 850 millones de dólares. Además de comprometer una cantidad importante de sus recursos de capital, flujo de efectivo de sus operaciones y ganancias de la venta de activos a repagar la deuda y reducir el nivel de apalancamiento.

A pesar de concretar un acuerdo con sus acreedores <sup>103</sup> que le permitió extender el vencimiento de su deuda de cuatro mil 100 millones de dólares, los cuales vencían en 2009, para ser liquidada en diciembre de 2010 y en febrero de 2011, la situación para los años venideros no se presenta como los más prometedores para la única empresa de México incluida en la lista de las 100 mayores empresas transnacionales, por ejemplo, la corporación cementera anunció a principios de 2009 una emisión de deuda por 500 millones de dólares como parte de su estrategia para refinanciar algunos de sus pasivos y reducir su deuda, la cual fue lo que le mereció baja en su calificación crediticia por Fitch y Standard & Poor's, a principios de año.

La crisis actual, calificada como una crisis global económica – financiera, compromete a un más la recuperación de la empresa, sobre todo, si se considera que su reciente expansión fue sobre la base de premisas financieras, que le garantizaron liquidez y rentabilidad financiera de corto plazo y, no con base a la inversión y las estrategias productivas de largo aliento. Una expansión lograda a expensas de la *financiarización*, es una expansión que debilita los planes de empleo y producto de una empresa y compromete en general la viabilidad de la empresa misma. Hoy Cemex abandona su estrategia de expansión y está enfocada a la reestructuración de pasivos que ese crecimiento les generó.

---

<sup>103</sup> El acuerdo establece el refinanciamiento de dos mil 300 millones de dólares de créditos bilaterales de corto plazo con vencimientos durante 2009 y principios de 2010 en dos créditos sindicados de largo plazo. El vencimiento final de los montos refinanciados en estos dos nuevos créditos será en febrero de 2011, con 607 millones de dólares con amortización en 2009 y 536 millones de dólares con amortización en 2010. El segundo acuerdo extiende a diciembre de 2010 mil 700 millones de dólares de los tres mil millones del crédito sindicado que vencía en diciembre de 2009.

## 4.2.2 GRUPO MÉXICO

El Grupo México (G México) es uno de los tres consorcios mexicanos <sup>104</sup> que cuenta con la superficie concesionada en el país de una de las zonas geológicamente más rica,<sup>105</sup> con abundantes yacimientos de “clase mundial”, actuales y potenciales de mayor envergadura y calidad, lo que le garantiza mantener una posición estratégica sobre la riqueza minera y le permite afianzar no sólo su liderazgo local, sino tener una creciente proyección en el mercado internacional (Delgado y del Pozo, 2001).

Su fortalecimiento inicia a partir de 1982, cuando se ejecutan, desde el ámbito de las políticas públicas una serie de estímulos y exenciones tributarias, <sup>106</sup> las cuales fueron acompañadas de una sucesión de reformas al Artículo 27 Constitucional <sup>107</sup> y la Ley Minera, <sup>108</sup> permitiendo la privatización de las reservas, unidades y plantas mineras del sector público, fortaleciendo no sólo a las empresas mineras de base nacional, sino también la participación del capital extranjero en el sector.

Lo anterior contribuyó a que el G México, se convirtiera en la empresa más importante en producción de cobre de México, la segunda empresa más grande de reservas y el tercer productor de cobre en el mundo, además de ser el cuarto productor de plata, con ventas de 79, 400 millones de pesos (mdp) en 2007 y con un total de activos por 119,788 mdp. Cuenta con reservas de mineral de bajo costo, extendiéndose su vida promedio y logrando una mayor flexibilidad para la racionalización de sus operaciones, así como el desarrollo de capacidad de producción adicional (G México, informe anual, 2007).

---

<sup>104</sup> Los otros dos son Industria Peñoles y Empresa Frisco, perteneciente al Grupo Carso.

<sup>105</sup> Sus principales unidades y complejos se encuentran en ubicados en los Estados de San Luis Potosí, Zacatecas, Chihuahua, Guerrero y Sonora (G México, informe anual, 2007).

<sup>106</sup> Se eliminaron los impuestos a la exportación y se abrió la posibilidad a las compañías mineras de reducir su carga tributaria, cuenta con la aplicación de certificados de promoción fiscal y con la aplicación de tasas de descuento fiscal de activos fijos muy elevadas durante los primeros años, el cual es aprovechado para innovación tecnológica (Delgado y del Pozo, 2001:213).

<sup>107</sup> El Artículo 27 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, dispone en su fracción I que sólo los mexicanos por nacimiento o por naturalización y las sociedades mexicanas tienen derecho para adquirir el dominio de las tierras, aguas y sus accesiones o para obtener concesiones de explotación de minas o aguas. El Estado podrá conceder el mismo derecho a los extranjeros, siempre que convenga ante la Secretaría de Relaciones Exteriores en considerarse como nacionales respecto a dichos bienes y en no invocar por lo mismo la protección de sus gobiernos.

<sup>108</sup> La actual Ley Minera, promulgada en 1992, simplificó los procedimientos para obtener concesiones, extendió el término de explotación de las concesiones de 25 a 50 años y eliminó los impuestos directos que se aplicaban a las actividades mineras. Esta ley fue recientemente reformada, siendo sus principales adecuaciones establecer una sola concesión para exploración y explotación.

Aunque mantiene intereses en infraestructura y transportes, opera la línea ferroviaria más extensa del país (Grupo Ferroviario Mexicano – Ferromex). Su principal actividad es la minería, que incluye desde la exploración hasta la fundición, refinación y comercialización del mineral, además cuenta con el procesamiento de cobre, zinc, plata, oro, plomo y molibdeno. En el 2007, las ventas de exportación representaron el 80.5% de las ventas de la división minera, donde el cobre representó el 59.7% de sus ventas totales. Su principal mercado de los metales es Estados Unidos.

Con la adquisición de American Smelting and Refining Company (Asarco) <sup>109</sup> por 2.5 mil millones de dólares en 1999, G México inició su proceso de internacionalización. Sus actividades se expandieron a los Estados Unidos y Perú, convirtiéndolo en la segunda compañía más grande de reservas de cobre, el tercer productor de cobre en el mundo y el cuarto productor de plata, pero consolidándolo sobre todo como una empresa minero – metalúrgica internacional de primer orden, fortaleciéndose como uno de los productores integrados de cobre más grande del mundo. <sup>110</sup>

Su proceso de expansión mundial, fue acompañado de una reestructuración corporativa. Entre sus objetivos destacan, la separación del negocio ferroviario y la adquisición y fusión de sociedades mineras extranjeras a través de una compañía extranjera: Americas Mining Corporation <sup>111</sup> (AMC) sin perder la consolidación fiscal en México. Es una estrategia del retorno a las actividades básicas, impulsado con un proceso de fusión y adquisición. Es un proceso de *financiarización* en la gestión de la empresa (Plihon, 2003).

El objetivo de la empresa es el de contribuir a una mayor integración vertical de sus operaciones, al incrementar su capacidad de producción de metales refinados con mayor

---

<sup>109</sup> Desde el año de 2007, G México enfrenta un litigio en los tribunales de Estados Unidos por la recuperación total de Asarco. En abril de 2009, un juez en Brownsville, Estados Unidos, falló en contra de G México. Según cálculos de un abogado de Asarco, G México deberá pagar 6 mil 300 millones de dólares, la oferta de G México es de mil 300 millones de dólares (*El Financiero*, viernes 3 de abril de 2009, págs. 16 y 18).

<sup>110</sup> Los principales consumidores del cobre se encuentran en el sector de la construcción, en manufactura de productos eléctricos y electrónicos y, en menor medida de maquinaria y equipo industrial, productos de consumo en general y transporte.

<sup>111</sup> AMC es una sociedad controladora cuyas actividades consisten en: a) ser tenedora del capital social de subsidiarias operadoras mineras; b) mantener inversiones en efectivo y de corto plazo y; c) aportar fondos a, o recibir fondos de, subsidiarias involucradas en operaciones mineras o en prestar servicios a otras subsidiarias de G México. En marzo de 2003, Americas Mining Corporation, adquirió el 54.2% de la participación que Asarco tenía en sus operaciones mineras (G México, informe anual, 2007).

valor agregado, como por ejemplo: alambrón de cobre, cátados de cobre (cobre refinado en barras), así como zinc y plata refinados (G México, informe anual, 2007).

Lo que significa, “la creación de una compañía denominada Nueva G México (la actual G México), la cual, después de un intercambio de acciones de iguales características con la entonces Grupo México (hoy Minera México) pasó a ser la compañía controladora del grupo y cambió su denominación por la de Grupo México” (G México, informe anual, 2007:21). El cuadro 1, muestra las principales subsidiarias del grupo.

**CUADRO 1**  
**G México <sup>1</sup>**  
**Principales Subsidiarias,<sup>2</sup> 2007**

<b>Nombre</b>	<b>Ubicación</b>	<b>% Tenencia</b>
America Mining Corporation (AMC)	EE.UU.	100%
Souther Copper Corporation (SCC)	EE.UU. y Perú	75.09%
Infraestructura y Transportes México (ITM)	México	74.9%
Grupo Ferroviario Mexicano (GFM)	México	74%
Infraestructura y Transportes Ferroviarios (ITF)	México	100%
México Proyectos y Desarrollo (MPD)	México	99.99%

<sup>1</sup> G México es una sociedad controladora cuyas únicas actividades consisten en: a) mantener el capital social de subsidiarias; b) mantener inversiones en efectivo y de corto plazo; c) aportar fondos a, o recibir fondos de, subsidiarias involucradas en operaciones o en prestar servicios corporativos a otras subsidiarias. Es propiedad de empresarios mexicanos y se constituyó el 2 de septiembre de 1999

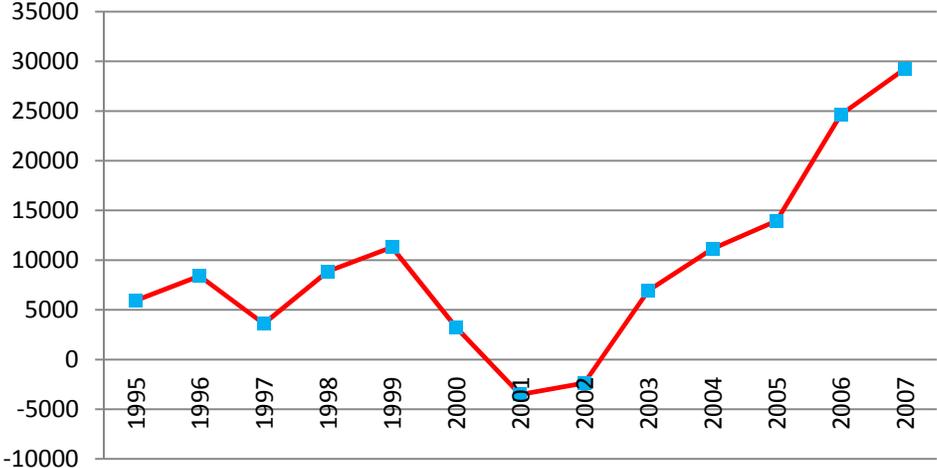
<sup>2</sup> El G México cuenta con 47 subsidiarias

Fuente: G México, Informe Anual, 2007

En los años siguientes, después de su adquisición más importante, el grupo desarrolló una estrategia para construir, ampliar y modernizar sus plantas. Durante los años de 2000 a 2007, G México ha intensificado el mejoramiento y la expansión de sus instalaciones de procesamiento para incorporar tecnología de punta, para incrementar capacidad de procesamiento en los complejos La Caridad y Cananea y para incrementar la integración vertical (G México, informe anual, 2007). Hoy G México cuenta con instalaciones para procesamiento de metales en cada una de sus unidades operativas.

En Perú, a través sus complejos de minas de cobre a tajo abierto de Cuajone y Toquepala, la planta de Extracción por Solventes – Electrodeposición (ESDE) de Toquepala, así como el complejo metalúrgico en el puerto de Ilo, integrado por una fundidora, una refinera de cobre y de metales preciosos, consolidó el proyecto “Torata”. Lo anterior reflejó el incremento de su producción, reservas y ventas, lo que se registra en una mejoría de la estructura financiera de la empresa,<sup>112</sup> como se puede observar en la gráfica 1.

**GRÁFICA 1**  
**G MÉXICO**  
**Fondo de maniobra, 1995 - 2007**  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Como se indica en la gráfica 1, el fondo de maniobra <sup>113</sup> de G México tiene un comportamiento ascendente durante los últimos seis años. Su estrategia de adquisición y

<sup>112</sup> Se debe de considerar también, que el 30 de julio de 2007, Minera Cananea, filial del G México inicio una huelga, la cual registraba una producción diaria de 1,213 toneladas de concentrados de cobre y 160 toneladas de cobre catódico. Se estima que en cuanto Cananea reinicie operaciones impulsará el volumen de ventas alrededor de un 25%. A finales del 2008, la Junta Federal de Conciliación y Arbitraje declaró, por cuarta ocasión, la inexistencia de la huelga en Cananea.

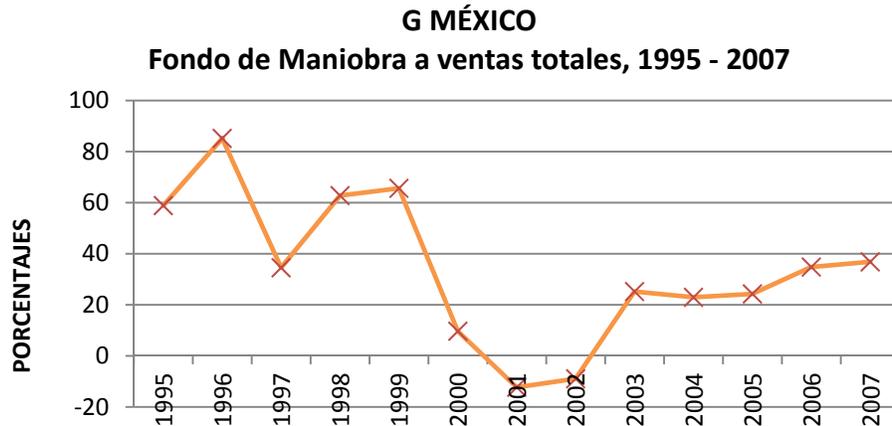
<sup>113</sup> El origen del fondo de maniobra lo constituye la cantidad de dinero disponible del fondeo para financiar todos los costos corrientes de la empresa. Se trata del dinero que se necesita para maniobrar, es un concepto de gestión de la tesorería: colocación y obtención de recursos para el pago normal de pasivos y desembolsos imprevistos.

fusión fue acompañada por la modernización de sus plantas, lo cual se reflejó en una mejoría de su estructura financiera (ciclo económico y financiero a corto plazo). Al mejorar su ciclo financiero, se beneficia la situación de tesorería, es decir, su capacidad de liquidez. A partir del 2002 G México, muestra que su capacidad de liquidez para cubrir sus compromisos a corto plazo se mantiene constante, lo que señala que sus fuentes de recursos (la cantidad de dinero disponible del fondeo) financian sus inversiones (para financiar todos los costos corrientes) de la empresa. Como se apuntó desde el inicio de este capítulo, el fondo de maniobra se relaciona con la gestión de tesorería de la empresa, es decir, colocación y obtención de recursos para el pago normal de pasivos y desembolsos imprevistos.

Sin embargo, a pesar de que sus activos circulantes son mayores que sus pasivos, los fondos provenientes del flujo de sus operaciones de G México, no logran financiar más allá del 40%, esto es que, como lo ilustra la gráfica 2, durante el periodo de 2002 – 2007, las ventas totales de la empresa sólo contribuyeron a financiar menos del 40% del fondo de maniobra. Lo que implica la búsqueda de recursos adicionales de fondeo.

Como se verá enseguida, en la búsqueda de recursos adicionales de la empresa se deben considerar los parámetros rentabilidad – liquidez. Como es conocido la liquidez mide el grado en que una empresa puede cumplir con sus obligaciones a corto plazo. Una liquidez suficiente garantiza maximizar el valor de la empresa en el futuro y, si relacionamos la liquidez con la rentabilidad, encontramos uno de los principios sobre los que se fundamentan las decisiones financieras de corto plazo. Ante una rentabilidad económica débil, se beneficia la rentabilidad de los recursos propios, a través del “efecto de apalancamiento.”

## GRÁFICA 2



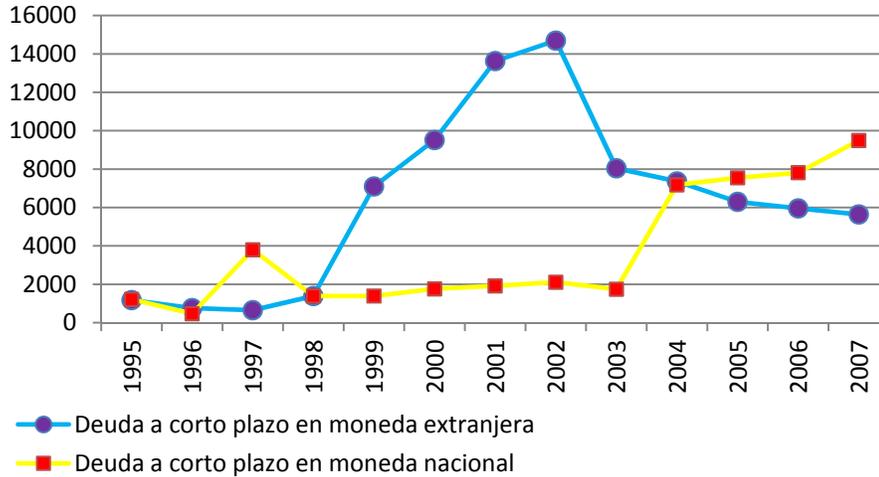
Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

En el crédito entre sus subsidiarias y el mecanismo de fusión entre éstas, se encuentra parte de esta necesidad de financiamiento. En marzo de 2003, Grupo México recibió un crédito por 310 millones de dólares a través de su subsidiaria Americas Mining Corporation, recursos que utilizó para reestructurar su deuda y mejorar el perfil financiero de su división minera.

El saneamiento de sus finanzas aparecía como un requisito para su fusión de Minera México con Southern Peru Copper Corp., por lo que G México se vio obligado a mejorar las condiciones financieras de sus subsidiarias. En año 2003 redujo la deuda de su subsidiaria Asarco en 650 millones de dólares para ubicarla en 437 millones de dólares con próximos vencimientos en 2013 y 2025; lo que se traduce en una reducción en mejores términos y plazos de la deuda de Minera México. Los logros del refinanciamiento y préstamos entre sus subsidiarias, redujo considerablemente su perfil de deuda en moneda extranjera de corto plazo, lo que se puede observar en el gráfica 3.

### GRÁFICA 3

**G MÉXICO**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Así, en marzo de 2005, Souther Copper Corporation (SCC) <sup>114</sup> adquirió Minera México (que es a su vez subsidiaria de AMC) y sus subsidiarias a través de un acuerdo de fusión. <sup>115</sup> Después de dicha operación, SCC adquirió el 99.15% de las acciones de Minera México y G México aumento su participación indirecta en el capital social de SCC de un 54.2% a un 75.1%. Dicha operación significa que G México recibirá 67.2 millones de acciones de una nueva emisión de acciones de SCC.

En junio del mismo año la Compañía Cerro Trading, inversionistas de SCC, Phelps Dodge Overseas Capital Corp y Climax Molybdenum y subsidiarias de dos fundadoras de SCC, vendieron su participación accionaría a través de una oferta de acciones secundaria. Lo que dio paso a la empresa latinoamericana de activos mineros más grande en el mercado estadounidense. Como resultado de lo anterior se vio afectado el comportamiento de su rentabilidad financiera y económica.

<sup>114</sup> Southern Copper Corporation es una de las mayores compañías en el Perú y una de las 10 compañías mineras productoras de cobre más grandes del mundo.

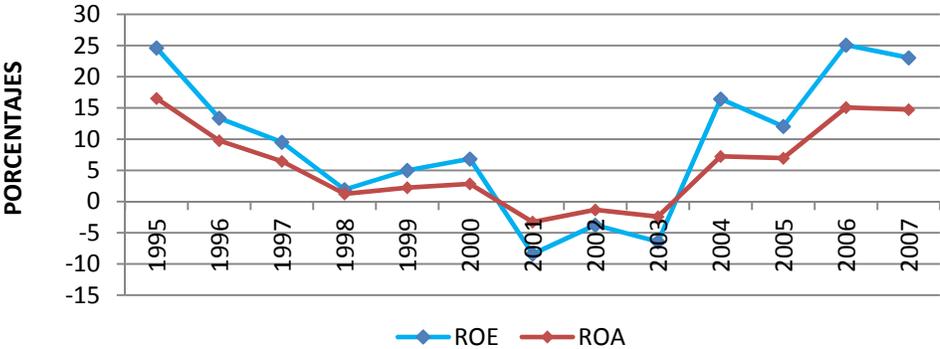
<sup>115</sup> SCC, es la controladora de las operadoras mineras mexicanas más importantes. Las subsidiarias son Mexcobre (y sus subsidiarias y el complejo La Caridad, Immsa y Mímenosa (y sus subsidiarias) y Mexcananea (y sus subsidiarias y el complejo Cananea).

Cómo se apuntó anteriormente, el rendimiento financiero viene calculado por el índice del ROE (rentabilidad de los activos) mientras que el rendimiento de la empresa, se mide con el parámetro del ROA (rendimiento de los recursos propios).

Si relacionamos la información obtenida con los parámetros de rentabilidad, se deduce que la estrategia de G México sobre el retorno a sus actividades básicas implicó, como lo señala la gráfica 4, que su rentabilidad sobre las acciones (rentabilidad financiera) alcanzó 23.04% en 2007, después de encontrarse en - 6.43 % en 2003; en tanto que el rendimiento sobre los activos (rentabilidad económica) se ubicó en 14.73% en 2007, después de encontrarse en un - 2.41% en 2003, lo que significa que la rentabilidad de las ventas y la rotación de sus activos mejoró sustancialmente a partir de ese año. Es ilustrativo que el ROE logrado en 2007, sólo es comparado con el logrado en 1995, cuando se ubicó en 24.62%. y debajo del obtenido en 2006, con un 25.08%.

**GRÁFICA 4**

**G MÉXICO**  
**Rentabilidad, 1995 - 2007**



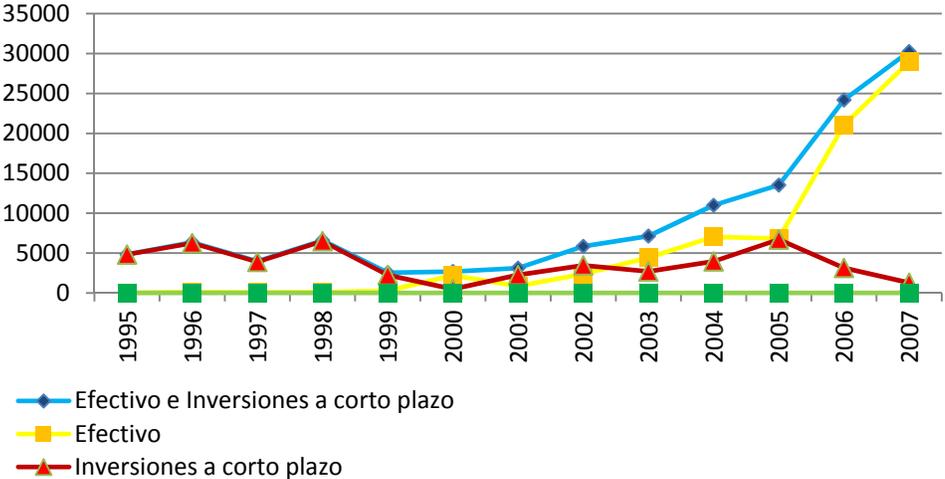
Fuente: Elaboración propia con información de Economática

G México es una empresa que en años recientes han iniciado su proceso de internacionalización, donde su principal adquisición fue financiada utilizando ampliamente el crédito (ver gráfica 3). Después, al concluir su restructuración corporativa, su perfil deuda a corto plazo en moneda extranjera disminuye significativamente. Sin embargo, las fusiones entre sus subsidiarias, como se apuntó en líneas anteriores, se relaciona más con el cambio de propiedad entre sus empresas y menos con una nueva inversión.

El mecanismo de fusión entre sus subsidiarias le permitió el uso centralizado de tesorería, es decir, la disponibilidad real de todos los activos líquidos generados a través de las actividades propias de la empresa. De lo que se trata es de disponer de una cantidad mayor de dinero para pagar las obligaciones corrientes y garantizar sus planes de inversión en nuevos proyectos, llamados “tres generaciones de proyectos”. Como se ilustra en la gráfica 5, a partir del 2005, G México decide disminuir sus inversiones de corto plazo y disponer de una parte mayor de efectivo de su tesorería.

**GRÁFICA 5**

**G MÉXICO**  
**Estructura de Tesorería, 1995 - 2007**  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

De acuerdo el informe anual de 2007 de G México, actualmente los excedentes en tesorería están invertidos a corto plazo con la finalidad de mantener disponible el capital. Las inversiones en dólares están domiciliadas en diferentes países de Europa, así como en Canadá y México con instituciones financieras muy solidas. La distribución porcentual de los excedentes en tesorería, al segundo trimestre del 2008, fue de 98.72% en dólares y 1.28% en pesos (G México, informe anual, 2007).

Siguiendo la información financiera reportada por sus estados financieros e ilustrada en la gráfica 5, G México no registra operaciones con instrumentos derivados en el periodo de estudio, sin embargo, en su informe anual 2007, reconoce que “ocasionalmente ha

celebrado operaciones de derivados para allegarse de una protección parcial en caso de mayores disminuciones en los precios de los metales y para contar con una protección en caso de una apreciación del peso. Las operaciones con derivados no se efectúan con propósitos especulativos” (G México, informe anual, 2007). Pero si le representaron una ganancia de 8. 1 millones de dólares en el 2007 y que fue registrada como ganancia por operaciones derivadas, en el estado de resultados consolidado. <sup>116</sup>

En resumen, en la reciente estrategia de G México, se encuentran mecanismos de gestión orientados por la *financiarización*. Después del proceso de adquisición y fusión, G México opera su división minera a través de Americas Mining Corporation (AMC), que a su vez posee dos subsidiarias, Southern Copper (SCC) y Asarco LLC (Asarco). SCC y sus subsidiarias son un productor integrado de cobre y de otros minerales, articulando verticalmente sus operaciones, tanto en México como en Perú, lo que representa una estrategia de retorno a las actividades básicas, impulsado por un proceso de adquisición y fusión, identificado como un mecanismo de la *financiarización* en la gestión de las empresas.

Además, la fusión le permitió obtener crédito barato entre sus subsidiarias para satisfacer sus necesidades de financiamiento y le aseguró el uso centralizado de tesorería. Con lo cual dispuso de una cantidad mayor de dinero para pagar las obligaciones corrientes y garantizar sus planes de inversión, destinando los excedentes en tesorería a inversiones de corto plazo con la finalidad de mantener disponible el capital. Los mecanismos señalados buscaron incrementar al máximo el capital propio de la empresa en un periodo en el cual su rentabilidad económica disminuía, comportamientos que se orientan bajo el principio de maximización de beneficios.

---

<sup>116</sup> En el año de 2007, el 44.6% de sus ventas se concentró en el mercado de Estados Unidos y México y más de 85% de la cobranza de las ventas de la empresa en México se realiza en dólares y muchos de sus costos están en pesos, debido a ello la empresa “celebró contratos de derivados de costo cero con el objetivo de contar con una protección, dentro de un rango, contra una apreciación del peso respecto al dólar estadounidense. En estos contratos, si el tipo de cambio se establece al nivel de la barrera o por debajo de ésta, G México no vende dólares; si el tipo de cambio se establece por encima del precio de la barrera establecido en el contrato, G México vende dólares al precio de ejercicio establecido en el contrato ” (G México, informe anual, 2007)

## 4.23 VITRO

Vitro puede ser considerada una experiencia fallida de la *financiarización* en la gestión de las empresas. Es una de las primeras empresas con matriz en México que inicia su internacionalización contemplando el mercado externo con el objetivo de convertirse en un productor internacional.

En el mismo año que Cemex emprendió su expansión,<sup>117</sup> adquiriendo el control de varias unidades al norte de Estados Unidos, Vitro compró en 1989 su subsidiaria Anchor Glass Container Corp., el segundo mayor productor de envases de vidrio en Estados Unidos, que seis años después decidió ponerla a la venta, a finales de 1996. En 1994 Vitro reportó pérdidas por 1,675.5 millones de dólares, en su mayoría relacionadas con su empresa Anchor Glass Container.

Dentro de las razones de su desincorporación se han señalado, desde la caída en el mercado de envases de vidrio en ese país, tecnología obsoleta en ciertos procesos, hasta problemas de coordinación y funcionamiento administrativo. El caso es que Vitro no recuperó su inversión en la compra de su subsidiaria, la cual remató en 365 millones de dólares, y en ese hecho se encuentra parte de la explicación del “drama financiero” que vive en la actualidad.

Después de la venta de Anchor Glass Container Corp., Vitro inicia un programa de reestructuración corporativa y recapitalización enfocada principalmente a la venta de activos no estratégicos y activos fuera de su estrategia de largo plazo (Vitro, informe anual, 2007), con el propósito de fortalecer sus negocios principales: Envases y Vidrio Plano y reducir sus niveles de deuda.

Vitro es el principal fabricante de vidrio plano y envases de vidrio en México y se encuentra entre las primeras empresas a nivel mundial:<sup>118</sup> exportando productos a más de 50 países, contando con plantas en diez países y centros de distribución en América y Europa. Sus operaciones están organizadas en dos unidades de negocios, la unidad de

---

<sup>117</sup> En año de 1989, Cemex adquiere ocho unidades en Arizona, Florida y Houston y Austin, Texas, que incluyen distribuidoras de cemento, molinos de cemento, cantera y concreto y materiales de construcción.

<sup>118</sup> Después de Compagnie de Saint Gobain y Guardian Industries Corporation.

negocio Envases,<sup>119</sup> que representó aproximadamente el 51% de sus ventas en 2007, y la unidad de negocio Vidrio Plano,<sup>120</sup> representando aproximadamente el 48% de sus ventas para el mismo año. Sus ventas en 2007 se situaron en 2,631 millones de dólares, donde el 44% se realizaron en México y el 37% en Estados Unidos (Vidro, informe anual, 2007).

La gráfica 1, muestra el comportamiento del fondo de maniobra de Vitro. Durante el periodo de 2001 – 2006, la empresa vendió negocios no estratégicos obteniendo un flujo de 560 millones de pesos (Vidro, informe anual, 2007). Lo que vino a beneficiar su ciclo financiero, ya que al fortalecer su tesorería estimuló su capacidad de liquidez para cubrir sus compromisos a corto plazo, revirtiendo su situación en el 2001, cuando los activos circulantes de la empresa fueron menores que sus pasivos, presentando un fondo de maniobra negativo.

Al concluir su proceso de desincorporación de unidades no estratégicas, inicia la compra (o participación accionaria) de empresas con valor agregado, es decir, industrias que se integran verticalmente a sus dos unidades de negocios.<sup>121</sup> Lo que aumento sus necesidades de inversión de corto plazo, siendo sus necesidades de inversión mayores que su capacidad de generar recursos. Vitro tuvo que buscar recursos adicionales, aumentando sustancialmente su índice de apalancamiento.

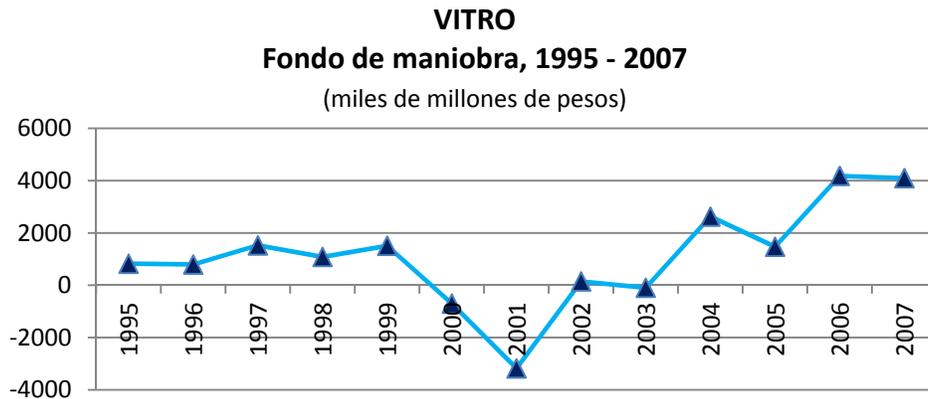
---

<sup>119</sup> Como productos principales: envases de vidrio, carbonato y bicarbonato de sodio, componentes de precisión, así como maquinaria y moldes para la industria del vidrio.

<sup>120</sup> Como productos principales: vidrio plano para la industria de la construcción y para la industria automotriz.

<sup>121</sup> En 2006, adquirió el control mayoritario de Vitro Flex, fabricante de vidrio templado y laminado para uso de vehículos Ford, también en ese año compró Vipasa, a través de su subsidiaria Comegua, empresa fabricante de envases de vidrio en Panamá. Para 2007, ejerció la opción de adquirir el otro 50% de las acciones de Vitro AFG (ahora Vidrio y Cristal del Noroeste) donde sus actividades principales son la fabricación, procesamiento y distribución de vidrio plano. También, en 2007, adquirió el 55% de las acciones de PVA, una compañía dedicada a la instalación de productos de vidrio de valor agregado. Finalmente, en el primer semestre de 2008, a través de su subsidiaria Vitro Cristalglass, llevó a cabo la adquisición de las operaciones de Verrest et Glaces d'Épinay, fabricante de vidrio plano localizada en París (Vidro, informe anual, 2007).

## GRÁFICA 1

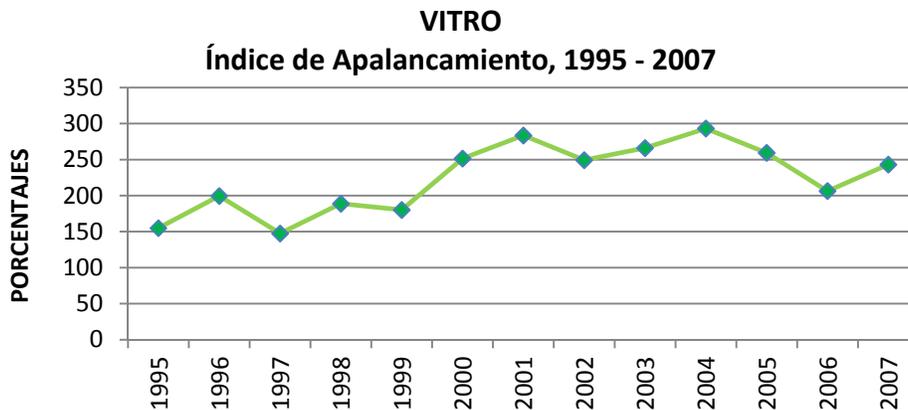


Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Como ya se vio para otros casos, cuando el índice de apalancamiento es mayor a cien los activos superan a los recursos propios de la empresa. En la gráfica 2, se sugiere que la empresa está apalancada. A finales del 2007 la deuda de Vitro consolidada era de aproximadamente 1, 373 millones de dólares y su deuda fuera de balance ascendía a 139 millones de dólares (Vitro, informe anual, 2007).

La situación empeora al observar el comportamiento de la deuda en el corto plazo. De acuerdo al informe de la propia empresa a finales de 2007, su deuda de corto plazo denominada en dólares representaba el 68% de su deuda total de corto plazo, para marzo de 2008, llegaba al 96%.

## GRÁFICA 2



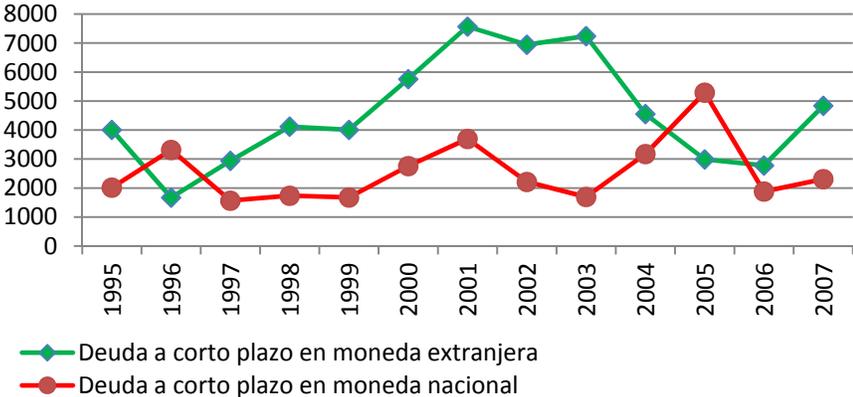
Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Como lo indica la gráfica 3, al ser su deuda mayor en moneda extranjera, la empresa esta obligada a liquidar sus pasivos con dólares, los cuales, pueden provenir de sus subsidiarias establecidas en el exterior. Sin embargo, la empresa reconoce que sus subsidiarias no generan suficientes ingresos en dólares para cubrir el total de sus obligaciones, en consecuencia, la empresa “tiene que utilizar los ingresos generados en pesos o en otras divisas para cubrir su deuda denominada en dólares” (Vitro, informe anual, 2007).

Otra alternativa, se encuentra en los recursos que pueden provenir de las inversiones en instrumentos financieros. En sus propios términos Vitro señala que “en el curso ordinario de los negocios, celebramos coberturas de tipo de cambio y otros derivados para cubrir nuestra exposición a las variaciones de tipo de cambio de moneda extranjera” (Vitro, informe anual, 2007), su razón es debido a que el importe total sus ventas denominadas en dólares, excede el importe total de sus costos de venta y de sus gastos administrativos y de venta en dólares. Las “obligaciones monetarias en dólares han excedido históricamente a nuestros activos monetarios en dólares” <sup>122</sup> (Vitro, informe anual, 2007). En tal caso su política de cobertura en instrumentos financieros derivados se justifica para minimizar su exposición a estos riesgos, los cuales aparecen como necesarios para sus necesidades propias, usuales e históricas.

**GRÁFICA 3**

**VITRO**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

<sup>122</sup> Para el 2007, sus activos monetarios se encontraban en 259 millones de dólares, mientras que sus pasivos se situaban en 1,443 millones de dólares, sus activos eran 5.57 veces menos que sus pasivos

Se reconoce que la empresa opera una estrategia paralela en sus inversiones que consiste en invertir el efectivo disponible en instrumentos de corto plazo emitidos por bancos mexicanos e internacionales y valores emitidos por gobiernos de México y de los Estados Unidos (Vitro, informe anual, 2007).

Como señalamos en líneas anteriores, al participar en mercados financieros estructurados, el mercado de productos financieros derivados aparece como línea adicional e independiente a las propias de la empresa para obtener financiamiento asociado al alto rendimiento. Se trata de operaciones estrictamente financieras donde un factor determinante es la relación entre el costo del capital y la rentabilidad esperada del mismo. Es básicamente un “trade – off” entre coste, riesgo y rentabilidad.

Vitro ha reconocido pérdidas en instrumentos derivados, principalmente asociados en coberturas de gas natural, por alrededor de 356 millones de dólares.<sup>123</sup> El siguiente cuadro muestra sus operaciones con instrumentos derivados.

## VITRO

### Resumen de Instrumentos Derivados, 2007

(millones de dólares)

Instrumento	Valor
Divisas <sup>1</sup> (instrumentos complejos) ¶	2
Tasa de interés <sup>2</sup>	194
Gas natural <sup>3</sup>	-550
Implícitos	12
Total	342

<sup>1</sup> Con vencimiento a diciembre de 2008

<sup>2</sup> Con vencimiento de febrero de 2007 a febrero de 2012

<sup>3</sup> Con vencimiento en abril de 2008

¶ Identificados así por la propia empresa

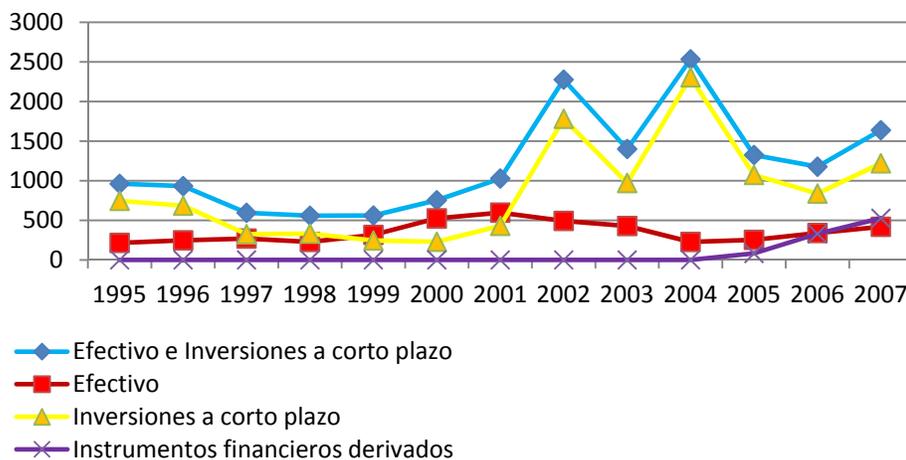
Fuente: Informe Anual, 2007: 102 y F – 21

<sup>123</sup> Desde finales de octubre de 2008, las notas periodísticas referente a Vitro reportaban dificultades por parte de la empresa para cumplir con sus obligaciones de corto plazo debido a pérdidas en instrumentos derivados, lo que ocasiono que las calificadoras Moody’s, S&P y Fitch Ratings, bajaran la calificación de su deuda y ocasionaron una caída en las acciones de la empresa. A mediados de marzo de 2009, Vitro anunciaba un acuerdo con acreedores para negociar plazos y pagos por 240 millones de dólares y reconocía pérdidas por 358 millones de dólares en derivados.

La gráfica 4 ilustra el comportamiento de los componentes de su tesorería. El efectivo, son los recursos generados por la operación. La principal fuente de liquidez de la empresa, ha sido generalmente la generada por la operación en cada una de sus unidades de negocio y la venta de ciertos activos. El uso de efectivo lo destina principalmente al repago (pre pago) de la deuda. En los años de 2005, 2006, y 2007, el pago de su deuda representó el 89.22%, 87.06% y 83.63%, de sus fuentes de recursos respectivamente (Vitro, informe anual, 2007). Si consideramos el comportamiento de su rentabilidad económica y financiera, estaremos en condiciones de entender porqué la empresa estuvo a punto de declararse en concurso mercantil a finales del 2008.

#### GRÁFICA 4

**VITRO**  
**Estructura de Tesorería, 1995 - 2007**  
(milíes de millones de pesos)

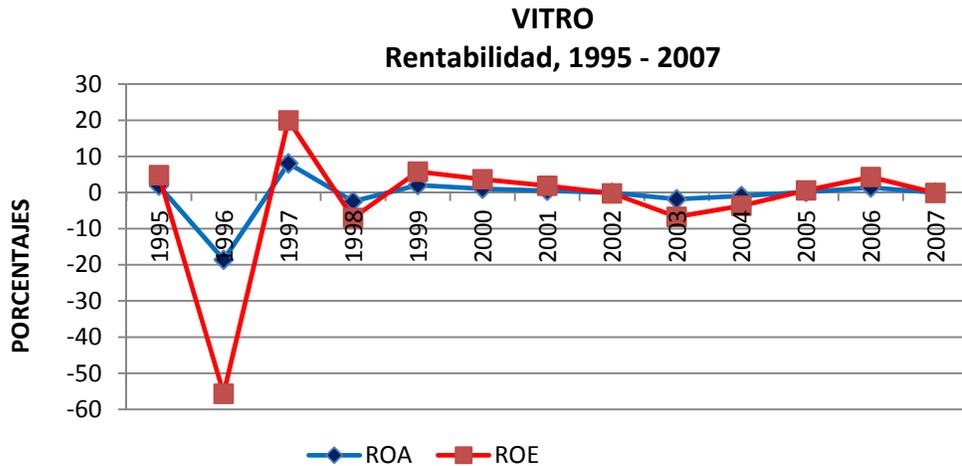


Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Como se puede observar en al gráfica 5, tanto el ROE como el ROA, presentan comportamiento negativo para el 2007. Desde la venta de Anchor Glass Container Corp., en 1996, la empresa no se ha podido recuperar.

Al igual que otras empresas, la restructuración de Vitro consistió en un proceso de fusión de sus subsidiarias con el propósito de fortalecer sus negocios principales: Envases y Vidrio Plano y reducir sus niveles de deuda, esto es, a la vez de que buscaba mejorar su perfil de deuda, buscaba fortalecer sus actividades básicas, con una integración vertical.

## GRÁFICA 5



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

En diciembre de 2006, Vitro Plan se fusiona con Viméxico. Como resultado de la fusión, “todos los activos, derechos, pasivos y obligaciones de Vitro Plan fueron asumidos por Viméxico y todos los acuerdos, contratos y procedimientos de los cuales Vitro Plan fuera partícipe, fueron contraídos por Viméxico”, dejando a Viméxico con una deuda de 228 millones de dólares a la fecha de fusión. Previo a la fusión, Vitro Plan era subsidiaria 65% propiedad de Vitro y Pilkington Group LTD (Pilkington) poseía el 35% de participación en Vitro Plan. A partir de la fusión, Viméxico se convirtió en una subsidiaria 91.8% propiedad de Vitro y Pilkington posee el 8.2% de participación en Viméxico” (Vitro, informe anual, 2007). En breve, en un solo movimiento Vitro aumenta su participación accionaria en Viméxico y cancela la deuda de Vitro Plan.<sup>124</sup>

Al concluir su restructuración, Vitro como sociedad tenedora mantiene el control de sus dos principales subsidiarias: Vitro – Envases Norteamérica (unidad envases) y Viméxico (unidad vidrio plano), que a su vez tienen el control de varias subsidiarias.

Dentro de unidad Vitro – Envases, la subsidiaria Compañía Vidriera (COVISA), conduce la mayoría de sus operaciones de envases en México a través de ocho plantas de producción, destinadas a envases de vidrio, materias primas y maquinaria y moldes. Mientras que en su unidad Viméxico, opera el negocio Vidrio Plano a través de tres principales negocios:

<sup>124</sup> Después de aprobada la fusión, Pilkington ha interpuesto dos demandas contra la asamblea en donde se decidió la fusión para buscar su invalidez. El litigio está en su etapa inicial, así que se espera su desenvolvimiento durante los siguientes años.

fabricación de Vidrio Flotado, fabricación y distribución de Vidrio de Seguridad Automotriz y de su división internacional, dedicada a la distribución y fabricación de vidrio plano para las actividades de arquitectura y construcción. Mantiene activos distribuidos en Europa, Estados Unidos, Centro y Sudamérica y México, con plantas destinadas a vidrio para construcción, que representan el 65% de sus operaciones y vidrio automotriz, con el 35% (Vidro, informe anual, 2007). En el siguiente cuadro se muestran sus principales productos, clientes y consumidores finales, regiones de ventas y socios de coinversiones, por línea de negocio.

#### **Vidro – Envases (Vidro Envases Norteamérica)**

<b>Unidad de Negocio<sup>1</sup></b>	<b>Productos</b>	<b>Clientes y consumidores finales</b>	<b>Regiones de Ventas</b>	<b>Socios de Coinversiones<sup>2</sup></b>
Envases de Vidrio	Envases de vidrio calizo	Industria de refrescos, cerveza, alimentos, licores y vino	México, EE.UU., Caribe y Centro Sudamérica y Europa	London Ovearseas y Golden Beer <sup>3</sup>
Materias Primas	Carbonato de sodio, bicarbonato de sodio, cloruro de calcio y sal	Fabricantes de vidrio y productos de detergente	México, EE.UU. y Sudamérica	
Maquinaria y Moldes	Máquinas para el formato de vidrio, piezas fundidas para moldes de vidrio, partes para maquinaria y controles electrónicos	Unidad de negocios Vidrio Plano, unidad de negocios Envases, fabricantes de vidrio y otros terceros fabricantes	México, EE.UU., Centro y Sudamérica	

<sup>1</sup> Cuenta con 8 plantas en México y una tanto en Costa Rica, como en Guatemala, Panamá y Bolivia

<sup>2</sup> Utilizan el término coinversión para referirse a las compañías que no son subsidiarias en propiedad absoluta y en las cuales mantienen directa o indirectamente el control de la administración o comparte el control de la administración.

<sup>3</sup> Comparte el control de la administración con Vitro Europa Ltd. Porcentaje del 100% en posesión directa o indirecta de Vitro.

Fuente: Vitro, Informe anual, 2007

## Vidro – Vidrio Plano (Viméxico)

Unidad de Negocio <sup>1</sup>	Productos	Clientes y consumidores finales	Regiones de Ventas	Socios de Coinversiones <sup>2</sup>
Vidrio para la Construcción	Vidrio flotado, vidrio rolado, vidrio arquitectónico templado de seguridad, unidades de vidrio aislante	Industria de la construcción, distribuidores, vendedores al menudeo e instaladores y fabricantes de muebles y enseres domésticos. Fabricantes de vidrio de seguridad automotriz	México, EE.UU., Canadá, Europa, Asia, Centro y Sudamérica	Cristalglass <sup>3</sup> y en Vitro Chaves <sup>4</sup>
Vidrio Automotriz	Parabrisas, cristales laterales laminados y cristales traseros y laterales templados	Fabricante de equipo original automotriz, mercado de repuesto de cristales automotrices, distribuidores e instaladores	México, EE.UU., Canadá, Centro y Sudamérica	Pilkington <sup>5</sup> en Viméxico/inversionistas independientes en Cristales Automotrices

<sup>1</sup> Cuenta con siete plantas en México, nueve en Estados Unidos, siete en España y una tanto en Portugal como en Colombia

<sup>2</sup> Utilizan el término coinversión para referirse a las compañías que no son subsidiarias en propiedad absoluta y en las cuales mantienen directa o indirectamente el control de la administración o comparte el control de la administración.

<sup>3</sup> Participación del 40% de inversionistas privados

<sup>4</sup> Participación del 40% de inversionistas privados

<sup>5</sup> 100% en posesión directa o indirecta de Vitro, como resultado de la fusión entre Vitro Plan y Viméxico

Fuente: Vitro, Informe anual, 2007

Desde 1936, año que fue constituido Vitro (antes grupo Fomento de Industria y Comercio S.A.) nunca se había encontrado en una situación tan vulnerable como ahora. Atrás quedaron los años donde aceleró su integración vertical (antes lo había hecho horizontalmente) por medio de compras de las empresas competidoras que fue acompañada

por la adquisición de empresas en el ámbito nacional, que en algunos casos pertenecían a dueños extranjeros. También estableció asociaciones con capital extranjero para crear nuevas empresas y contó además, con su propio centro de investigación tecnológica. Era considerada un ejemplo en las alianzas tecnológicas y convenios de asistencia técnica.

Ahora, ante su fallido proceso de internacionalización, la empresa inició una reestructuración, encaminada a fortalecer sus operaciones básicas, integrando verticalmente sus unidades de negocios. Para ello, desincorporó activos no prioritarios y adquirió otros, en el entendido de fortalecer sus unidades, sin que estas adquisiciones representaran una acción de envergadura como cuando compró a Anchor Glass.

Un hecho importante es la recuperación accionaria de su división de Envases a través de un mecanismo de fusión. En un movimiento de accionistas, recobró una parte sustantiva de su división de Envases y le arrebató a un socio extranjero su participación accionaria para recuperar el 100% de su propiedad de Vitro – Envases. Esta acción le permitió reestructurar parte de su deuda, contar con un flujo de efectivo extra y subir su calificación. Todo, sin que representará un desembolso para nuevas inversiones.

Una parte importante de su efectivo lo destinó al pago de obligaciones de corto plazo, en tanto que otro, lo concentró en la inversión de instrumentos financieros derivados, ocasionándole una pérdida que sumado al comportamiento de sus indicadores de fondo de maniobra, apalancamiento, rentabilidad y tesorería, la ubicó en una situación de quiebra.

Vitro con el Royal Bank of Scotland, estableció un programa de venta de cartera que provee recursos a una de sus subsidiarias, con un saldo aproximado de 19 millones de dólares. A principios del 2009, Vitro debía alrededor de 358 millones de dólares en instrumentos derivados a siete bancos, a un sinnúmero de tenedores de certificados y de bonos, además de a instituciones bancarias. El monto total de la deuda ascendía a mil 652 millones de dólares, además la empresa enfrentaba también la primera demanda legal. La firma Credit Suisse International, le exigía el pago de 85 millones de dólares por concepto de operaciones con derivados financieros. La estrategia seguida por Vitro, no la alejó de su vulnerabilidad, sino, la acrecentó más. Una estrategia guiada por los caminos de la *financiarización*, la acercó más a un umbral de la pérdida total.

## 4.2.4 ALFA

El llamado Grupo Monterrey, a la muerte de su fundador Eugenio Garza Sada se dividió en dos, en 1974: el conjunto de empresas alrededor de la Cervecería Cuauhtémoc que junto con Banca Serfin constituirían el Grupo Visa comandado por Eugenio Garza Lagüera y el conjunto de empresas alrededor de la siderúrgica Hojalata y Lámina (Hylsa) y de las empresas Nylon de México y Fibras Químicas quedando al frente Bernardo Garza Sada. Este último se convertiría en el Grupo Industrial Alfa, antes conocido con el nombre de Corporación Siderúrgica, cuando fue constituida en marzo de 1967.

Desde entonces, Alfa ha sido un grupo altamente diversificado.<sup>125</sup> Ahora produce desde petroquímicos hasta alimentos. Esta integrada por cuatro divisiones: Alpek (petroquímicos), Nemark (autopartes de aluminio), Sigma (alimentos refrigerados) y Alestra (telecomunicaciones). El cuadro 1 muestra su porcentaje de tenencia accionaria y ventas consolidadas.

A mediados de los setenta el 80%, de los ingresos de Alfa provenían de su división de acero, por ello inicia una estrategia para diversificar sus intereses, creando y adquiriendo empresas en industrias como la petroquímica, la de fibras sintéticas, la electrónica y la del turismo <sup>126</sup> (Alfa, informe anual, 2007). Después de que sus actividades siderúrgicas representarían el distintivo del grupo, no sólo por su contribución en sus ingresos, sino por su origen como grupo, éstas llegaron a desaparecer en 2005.

Hasta el 22 de agosto de 2005, Alfa era dueña del 81.47% del capital social de Hojalata y Lámina (Hylsamex), empresa que realiza actividades en la industria siderúrgica. El proceso de venta del activo lo inició en 2004 y se dividió en dos fases. En la primera entregó el 38.97% de su propiedad a los accionistas, en la segunda vendió el 42.5% de sus intereses al grupo italo – argentino Techint. Alfa recibió recursos por 1,064 millones de dólares (Alfa, informe anual, 2007).

---

<sup>125</sup> Además de su empresa Hylsa, poseía las empresas de Empaques de Cartón Titán (empaques) y Draco (minería). Contaba además con una participación de 25% en el capital de Televisa.

<sup>126</sup> En 1975 adquiere las empresas Polioles y Nylon de México. En 1977 compra Fibras Químicas, hoy Akra Polyester. En 1979 incursiona en la industria automotriz, en asociación con Ford Motor Company fundó Nemark, para producir cabezas de aluminio.

## CUADRO 1

### ALFA <sup>1</sup> Principales Subsidiarias,<sup>2</sup> 2007

Nombre	% Ventas	% Activos	% Tenencia
Sigma	21.60	16.06	100
Nemak	30.25	36.47	93
Alestra <sup>3</sup>	4.73	7.22	51 <sup>4</sup>
Alpek: <sup>5</sup>	41.88	33.44	
.....			
Grupo Petrotemex	n.d	n.d	100
Indelpro	n.d	n.d	51 <sup>6</sup>
Polioles	n.d	n.d	51 <sup>6</sup>
Univex	n.d	n.d	100

<sup>1</sup> Alfa es una compañía controladora mexicana constituida en 1967. El actual nombre de Alfa S.A.B. de C.V., entró en vigor el 28 de junio de 2006.

<sup>2</sup> Además cuenta con dos subsidiarias más Terza (51%) y Colombin Bel (100%)

<sup>3</sup> Alestra es la subsidiaria de Onexa en el sector telecomunicaciones. En octubre de 2007 se aprobó la fusión entre Alfa y Onexa. Como únicos activos de Onexa eran las acciones de Alestra

<sup>4</sup> AT&T posee el 49% restante

<sup>5</sup> Alpek cuenta con las siguientes subsidiarias: Grupo Petrotemex, Indelpro, Polioles y Univex.

<sup>6</sup> Con participación de British Petroleum (BP) y Lyondell Basell (Basell) de los EE.UU., y BASF Aktiengesellschaft (BASF) de Alemania.

Fuente: Alfa, Informe Anual, 2007

La venta de Hylsamex, de acuerdo a la propia empresa respondió a necesidades de “reconfigurar su portafolio” y fue acompañada con una estrategia “que busca aprovechar sus habilidades para capturar las oportunidades de crecimiento que le brindan sus negocios actuales relacionados, sea en forma orgánica o a través de adquisiciones. Lo anterior, con el claro objetivo de crear valor para sus accionistas” (Alfa, Informe anual, 2007).

Así, a través de sus subsidiarias, principalmente Nemak <sup>127</sup> y Sigma, realizó adquisiciones de activos o de empresas y expandió sus instalaciones productivas.

<sup>127</sup> Durante 2007 Nemak adquirió 18 plantas de autopartes de aluminio que pertenecían a las compañías de Hydro Aluminum por €411 millones, Teksid Aluminum (Teksid) por 485 millones de dólares y Grupo Industrial Saltillo por 71 millones de dólares más una deuda neta por 64 millones de dólares. Todas las compras en efectivo.

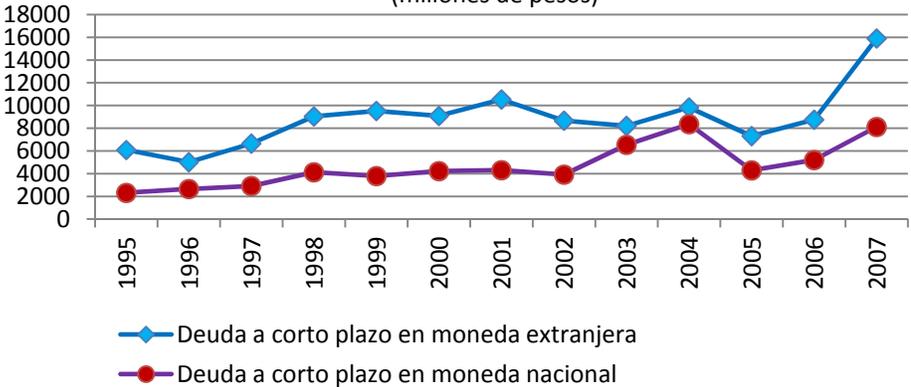
Como resultado Nemark opera 28 plantas en 13 países desde donde abastece productos automotrices a 80 plantas armadoras en 21 países. Mientras que Sigma, en julio de 2007, adquirió la empresa estadounidense Mexican Cheese Producers Inc., productora de quesos y otros productos lácteos. La compra incluyó una planta en Darlington, Wisconsin y centros de distribución en las ciudades de Chicago, Houston y Atlanta. En mayo de 2008 inauguró una nueva planta de carnes frías en Seminole, Oklahoma Estados Unidos. En 2005 compró la empresa New Zealand, dueña de las marcas Nochebuena y Delicia.

Sigma posee los derechos para producir y comercializar la licencia Yoplait en México y Centroamérica y opera su línea de lácteos a través de 21 plantas distribuidas en México, Estados Unidos y Centroamérica, además es dueña de la marca Fud.<sup>128</sup>

Para soportar dicha estrategia, Alfa incrementó su deuda, principalmente a corto plazo. La gráfica 1, muestra como 2005 marca el inicio de un nuevo periodo de endeudamiento. Por subsidiarias, Nemark incrementó su deuda en un 37.84% en 2007 con respecto a 2006 para ubicarse en 1,102 millones de dólares, donde su deuda de corto plazo representa el 39.61% de su total. Mientras la deuda de Sigma aumentó en un 75.5%, para colocarse en 478 millones de dólares, en el mismo periodo, donde el 37.53% de su deuda es de corto plazo. El total de su deuda de Alfa para 2007 se encuentra en 56,137 millones de pesos, donde el 42.86% representa deuda de corto plazo (Alfa, informe anual, 2007).

**GRÁFICA 1**

**ALFA**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(millones de pesos)

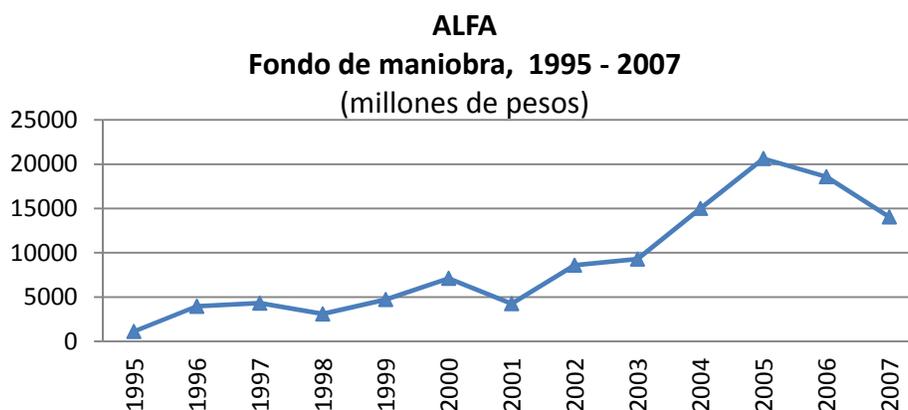


Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

<sup>128</sup> Su línea de producto de carnes frías posee 15 plantas distribuidas en Estados Unidos, México, Centroamérica y el Caribe, mientras que la línea de comidas preparadas y bebidas opera 3 plantas en México.

Ante una carga financiera como la deuda, Alfa es afectada tanto en su ciclo financiero, como económico. En la gráfica 2, se muestra el comportamiento del fondo de maniobra. De 2003 a 2005, la empresa experimentó un alza considerable, llegando inclusive a que el 29.76% de sus ventas totales estuvieran en condiciones de financiar el total de sus necesidades de su ciclo financiero, el cual se relaciona con la capacidad de liquidez que tiene la empresa para cubrir sus compromisos a corto plazo.

## GRÁFICA 2



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

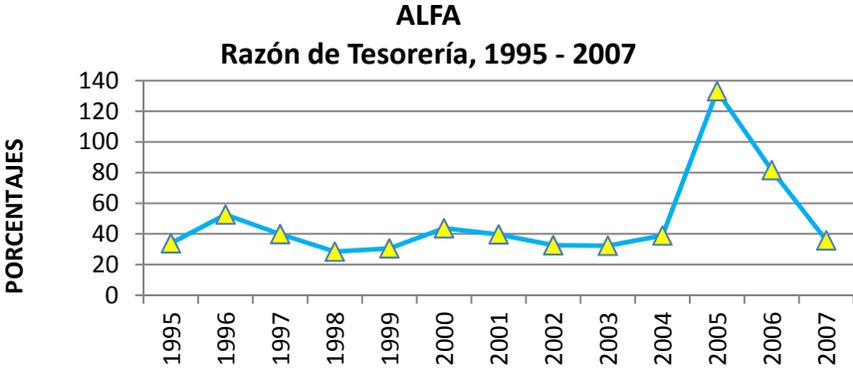
Sin embargo, como se observa, al iniciar su estrategia de “reconfigurar su portafolio”, sus necesidades de inversión, superan sus recursos financieros, por lo que el financiamiento de largo plazo, no garantiza sus actividades de corto plazo.

A través de la gestión de tesorería la empresa maniobra para obtener el efectivo que requiere. Si observamos su comportamiento en el gráfico 3, considerando que “alfa utilizó buena parte de sus reservas de efectivo y su capacidad de crédito” en sus adquisiciones y para fortalecer el posicionamiento de sus negocios, lo que ocasionó que después de situarse en un 133.14% en 2005, su tesorería se ubicó en un 35.75% en 2007. Si recordamos, en la estructura de tesorería se encuentra el efectivo e inversiones a corto plazo (temporales), que representan las fuentes de financiamiento. Ahora si consideramos la razón deuda a corto plazo a ventas en el extranjero, la situación financiera se agrava, ya que para el 2007 sólo el 29.5% de sus ventas en el extranjero estaban en condiciones de financiar su pasivos

de corto plazo en moneda extranjera. La empresa, necesitaba, con urgencia, flujo de efectivo.

Al igual que otras empresas, Alfa aprovecha la situación de los mercados internacionales estructurados y coloca parte de su tesorería en productos derivados, con el fin de obtener recursos para enfrentar el pago normal de pasivos y garantizar sus condiciones de rentabilidad. Para el año 2006, después de que por once años no consideró esta estrategia de inversión, colocó 122 millones de pesos en derivados, como lo ilustra la gráfica 4.

**GRÁFICO 3**



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

**GRÁFICO 4**



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

El total invertido en derivados los destinó a cobertura de swaps de tasas de interés y transacciones con commodities, con la finalidad de cubrir riesgos en tasas de interés, tipo de cambio y precios en consumos futuros de gas, así como instrumentos financieros con fines de negociación (Alfa, informe anual, 2007).

La cantidad que destinó en transacciones de derivados involucran 18.5 millones de acciones, lo que significa que Alfa tiene el derecho de recibir o la obligación de cubrir, las diferencias de efectivo que se generen con base a los precios de las acciones en el mercado y el valor de referencia pactado a su vencimiento en sus inversiones (Alfa, informe anual, 2007). Lo anterior representa que la empresa, en caso de que sufrir pérdidas en sus productos derivados, éstos estarían respaldados por sus propias acciones.

En resumen, con la venta de Hylsamex en 2005, Alfa dio inició a una estrategia con el claro objetivo de crear valor para sus accionistas: venta de activos, fusiones, adquisiciones, deuda de corto plazo e inversión en productos derivados, serían sus mecanismos de gestión de *financiarización*.

Como ya se apuntó, a través de sus subsidiarias, principalmente Nemark y Sigma, realizó adquisiciones de activos o de empresas y expandió sus instalaciones productivas. Después de vender sus intereses en la industria siderúrgica, Alfa concentra sus intereses en los sectores de petroquímicos, autopartes de aluminio, alimentos refrigerados y telecomunicaciones. En el periodo reciente destacan sus inversiones en autopartes de aluminio y alimentos refrigerados, su interés es fortalecer a estos sectores de manera orgánica o a través de adquisiciones.

En el primero, a través de Nemark, busca posesionarse en el mercado mundial de autopartes, opera 28 plantas en 13 países desde donde abastece productos automotrices a 80 plantas armadoras en 21 países. Mientras que con Sigma, su objetivo es el mercado interno y, desde ahí, abastecer los mercados de Estados Unidos y Centro América.

Para soportar dicha estrategia, Alfa incrementó su deuda, principalmente a corto plazo. El total de su deuda de Alfa para 2007 se encuentra en 56,137 millones de pesos, donde el 42.86% representa deuda de corto plazo. Al igual que otras empresas, Alfa utilizó el mecanismo de fusión y aprovechó la situación de los mercados internacionales estructurados para colocar parte de su tesorería en productos financieros derivados, ante la

necesidad de obtener recursos y enfrentar el pago normal de pasivos, garantizando sus condiciones de rentabilidad.

Con la fusión entre Alfa y Onexa, en octubre de 2007, concentró sus intereses en sector telecomunicaciones ya que Alestra era subsidiaria de Onexa. Alfa posee el 51% de las acciones de Alestra, mientras que AT&T posee el 49% restante. Mientras que para el año 2006, después de que por once años no consideró esta estrategia de inversión, coloca 122 millones de pesos en derivados.

Para el último trimestre de 2008, Alfa anunciaba una pérdida por mil 769 millones de pesos, “la cual obedeció a pérdidas cambiarias y en instrumentos derivados, generadas por la depreciación de la moneda mexicana” (*El Financiero*, miércoles 22 de octubre de 2008, pág. 25). Estas pérdidas se suman a los quebrantos económicos que en el mismo año sufrió Alfa como resultado de las variaciones del tipo de cambio. Alfa pertenece a ese grupo de empresas con origen en México que ha sido considerada como ejemplo de fortaleza y expansión económica y productiva, pero también, pertenece a ese selecto grupo de empresas que han sido favorecidas por el gobierno cuando ha enfrentado algún problema financiero, sobre todo asociado al comportamiento del peso.

Hace 28 años, en 1981, se registró el que hasta ahora es el único rescate directo de una empresa por parte del gobierno federal, el de Alfa, que agobiado por una deuda que se había duplicado por la devaluación del peso en esos años, llegó a la quiebra técnica, con pasivos que rondaban el doble de sus activos de entonces. El rescate fue de 17 mil millones de pesos, unos 700 millones de dólares de la época. En total, el rescate del gobierno para el sector empresarial en toda la década de los ochenta del siglo pasado ascendió a 15 mil millones de dólares, mediante el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (Ficorca), cuya función en términos sencillos fue el subsidio del tipo de cambio para solventar las obligaciones empresariales con el exterior.

Ahora, en el entorno actual, la ayuda se ofrece mediante la política monetaria. El Banco de México les ofrece la garantía de satisfacer sus obligaciones en moneda extranjera, ante una modificación en la paridad cambiaria. La política monetaria les ofrece liquidez en el mercado local para pagar sus pasivos en dólares, a través de mantener e incrementar la acumulación de reservas internacionales.

## 4.25 GRUPO CARSO

El origen de Grupo Carso <sup>129</sup> (G Carso) se encuentra a partir de las inversiones financieras y patrimoniales que realizó por medio del papel estratégico de su Casa de Bolsa Inversora Bursátil (Inbursa). En la actualidad es “uno de los conglomerados más grandes e importantes de América Latina. Controla y opera gran variedad de empresas en los ramos industrial, infraestructura y construcción y comercial” (G Carso, informe anual, 2007). Pero también tiene interés en telecomunicaciones, minería y servicios financieros. El cuadro 1 muestra sus principales subsidiarias, ventas y tenencia.

### CUADRO 1

#### G CARSO Principales Subsidiarias, <sup>1</sup> 2007

Nombre	Subsidiarias	% Ventas	% Tenencia
G Condumex <sup>2</sup>	71	42.00	99.57
CICSA <sup>3</sup>	30	17.20	65.28
G Sanborns <sup>4</sup>	56	41.40	99.97

<sup>1</sup> Además cuenta con intereses en Inmuebles Cantabria, (100%), Grupo Calinda (100%), Philip Morris de México (20%) e Infraestructura y Transportes de México (16.75%), que abarcan sectores como: Hotelería, arrendamiento de inmuebles, fabricación y comercialización de cigarros, y transporte ferroviario.

<sup>2</sup> Industrial: minería, construcción, energía y telecomunicaciones. Destaca Nacobre, con la fabricación de Cobre, Aluminio y Plásticos, y el ramo de construcción y energía, la que produce cable de construcción, alambre magneto, así cables de potencia, transformadores, calderas industriales y plantas de energía.

<sup>3</sup> Carso infraestructura y construcción, fue creada en 2004, con operaciones en: instalación de ductos, fabricación y servicios para la industria Química y Petrolera, proyectos de infraestructura, construcción civil y vivienda. Destaca Swecomex, cuyo origen data del año de 1960, con el diseño y construcción de proyectos para la industria química, petroquímica y petrolera, incluyendo plataformas petroleras en el mar.

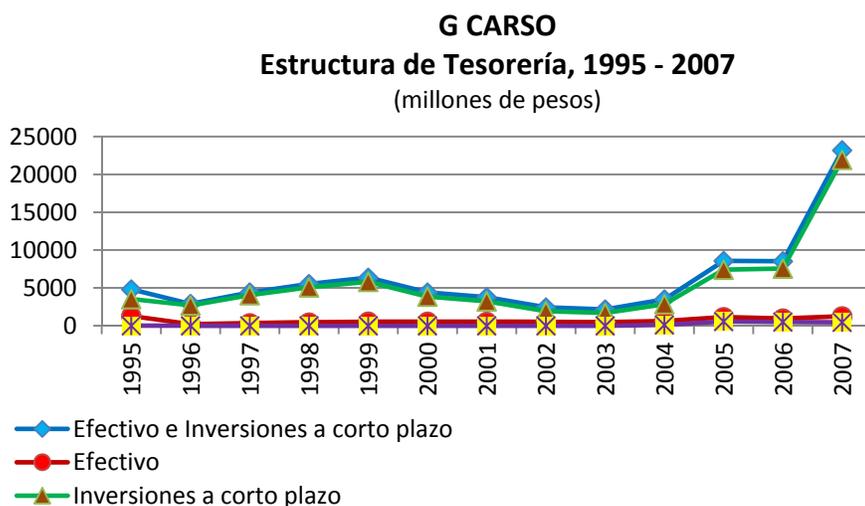
<sup>4</sup> Comercial: formado por 157 establecimientos con operaciones de restaurantes y tiendas a través de 422 puntos de venta: 31 Sanborns Café, 79 tiendas de música, 59 tiendas Sears, 35 cafeterías, 7 boutiques, 53 tiendas bajo formatos de Dorian's Tijuana y 1 Saks Fifth Avenue. En mayo de 2005 comenzó a operar dos tiendas Sanborn en El Salvador y una en Panamá.

Fuente: G Carso, Informe Anual, 2007

<sup>129</sup> Fue constituida en octubre de 1980. Entre 1993 y 1997 realizó compras accionarias a “bajo precio en el momento adecuado”, posicionándose inicialmente en seis grupos empresariales de alta diversificación y concentración. Sus ventas consolidadas en 2007 alcanzaron 74,973 millones de pesos. Sus activos totales ascendieron a 101,720 millones de pesos, dando empleo a 78,904 personas, entre funcionarios, empleados y obreros, de confianza y sindicalizados. El 75% son sindicalizados, entre obreros (28%) y empleados (48%).

Cada una de las subsidiarias del grupo opera de forma autónoma e independiente, coordinadas a través del Consejo de Administración de Carso. Durante, 2007, el G Carso <sup>130</sup> redujo su participación en Cigatam – Philip Morris México <sup>131</sup> de 50% a 20% y vendió su participación de 51% en el negocio de loseta cerámica (Porcelanite) y la que poseía a través de su subsidiaria Condumex en el negocio de fabricación de anillos y camisas automotrices del 51%. Lo anterior tuvo un efecto doble: en su flujo de efectivo como en el comportamiento de su deuda, mejorando notablemente todos sus parámetros financieros. Por el lado de su disponibilidad de efectivo e inversiones a corto plazo (valores), aumentaron 23,191 millones de pesos, lo que representó casi tres veces respecto a 2006, como se ilustra en la gráfica 1. Mientras que su deuda total fue 40% menor en comparación a 2006 (G Carso, informe anual, 2007).

## GRÁFICA 1



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

<sup>130</sup> Cabe recordar que el 24 de junio de 1996, Carso se escindió en Carso Global Telecom, a la que se le transfirieron las acciones de su propiedad en Teléfonos de México (Telmex). En 1990, G Carso adquirió Telmex. En sociedad con Bell Canadá Inc. y SBC Internacional, creó Telecom Americas como principal vehículo de expansión en América Latina. América Móvil cuenta hoy con sucursales e inversiones conjuntas en el sector de telecomunicaciones de Guatemala, Ecuador, Argentina, Brasil, Colombia, República Bolivariana de Venezuela, Estados Unidos, Puerto Rico, México y España.

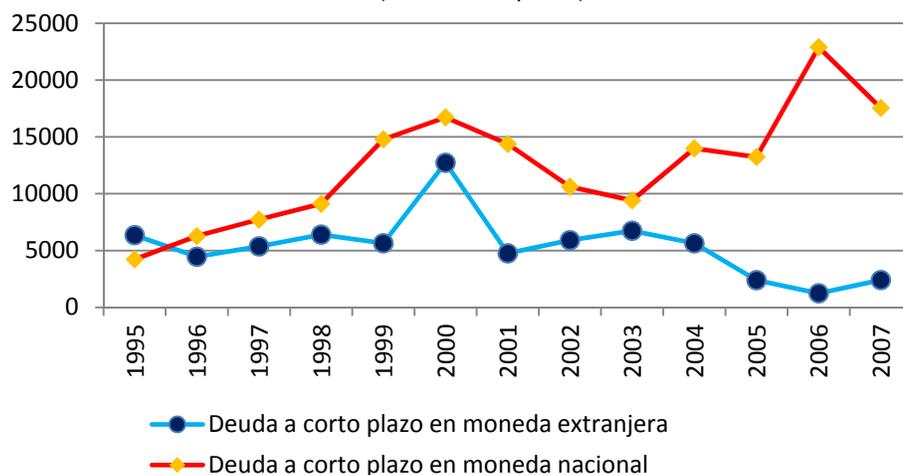
<sup>131</sup> Después de mantener por diez años el 51%.

El efectivo e inversiones a corto plazo (temporales) que representan las fuentes de financiamiento, se incrementaron de 2006 a 2007 en un 37%, lo que le permitió a G Craso tener una liquidez adecuada y, además cuenta con un “amplio apoyo de acceso al financiamiento bancario y el mercado de capitales” (Emisnet, BMV, 2007).

La deuda total del grupo se ubicó en 11,688 millones de pesos. De los cuales, 8,197 millones de pesos (70%) es a largo plazo, mientras que 3,491 millones de pesos (30%) es a corto plazo. La gráfica siguiente muestra el comportamiento de su deuda de corto plazo.

## GRÁFICA 2

**G CARSO**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

El G Carso, desde 2001 ha impulsado una estrategia para enfocar sus actividades al mercado interno, principalmente en los sectores de telecomunicaciones, comercial, construcción y energía. Los cuales están orientados a los principales clientes nacionales en

cada rama, generando sinergias <sup>132</sup> entre sus subsidiarias. Por ejemplo Condumex, tiene como principales clientas a Telmex y América Móvil, además de CFE, Luz y Fuerza y

<sup>132</sup> Destacan las sinergias entre las distintas subsidiarias del G Sanborns y otras empresas que se encuentran bajo su control. Por ejemplo, la división de desarrollos comerciales de la compañía se beneficia de su

PEMEX; CICSA, además de Telmex y América Móvil, tiene a PEMEX Petroquímica y PEMEX Exploración y Producción (G Carso, informe anual, 2007).

Su presencia en el exterior se reduce a oficinas de venta y centros de distribución, principalmente de Condumex, en Arlington Tx., y Laredo Tx., en Estados Unidos; Alemania y España, en Europa; Shanghái, en Asia; y en América Latina, en Chile y Brasil. Como lo mencionamos desde un inicio, a partir del 2001 los parámetros financieros del grupo han mejorado, destaca principalmente el 2007, donde la mejora se asocia a un incremento de su flujo de tesorería.

Para el 2007, presenta un índice de apalancamiento del 56%, un parámetro de liquidez del 304%, y una razón de tesorería del 119% (Economatica, 2008). Lo cual significa que tenemos a una empresa con un endeudamiento poco significativo, en su monto, denominación y plazo (ver gráfica 2), que tiene la capacidad de pago, tanto de intereses como del principal, a manera de ejemplo, por cada \$1.00 que se debe a corto plazo, se tiene en 2007, \$3.04 para liquidarla y, finalmente por medio de sus fuentes de financiamiento, medidas a través de la razón de tesorería, posee el dinero disponible tanto para operar como para pagar las obligaciones corrientes (ver gráfica 1).

El comportamiento anterior, no sólo debe ser explicado a través de la estrategia de G Carso: venta de activos no prioritarios, fusión de sus subsidiarias de infraestructura y construcción y el fortalecimiento del grupo vía mercado interno. Debe también entenderse, por medio de la relación que guarda G Carso y sus intereses en telecomunicaciones, minería y servicios financieros, lo que finalmente influye de manera importante en el comportamiento de sus parámetros, sobre todo el de rentabilidad.

La estrategia de G Carso de enfocar sus actividades al mercado interno para fortalecer sus empresas y desde ahí, abastecer los mercados de Estados Unidos y América Latina, principalmente en los sectores de telecomunicaciones, comercial, construcción y energía, sin duda beneficia al conjunto del grupo bajo los intereses de la familia Slim Helú –

---

afiliación con Sears de México y Sanborns, debido a que le permite colocar a las Tiendas Sanborns, Sears de México, Mixup, Mx Mixup y Dorian's como arrendatarios ancla en sus centros comerciales. Por otra parte, una subsidiaria de G Sanborns, que realiza operaciones en el área de tarjetas de crédito, introdujo y ofrece tarjetas de crédito Sanborns, Mixup y Dorian's que les genera ingresos por concepto de intereses y que incrementa las ventas y lealtad de los clientes (G Carso, informe anual, 2007).

Domit , <sup>133</sup> generando las llamadas sinergias. Una caso <sup>134</sup> son sus subsidiarias Condumex y CICSA, que abastecen a dos de sus empresas que aparecen dentro de sus intereses: Telmex y América Móvil. La expansión de una, tiene un efecto recíproco en la otra. Los siguientes son algunos ejemplos.

A principios de 1996, Telmex afianzaba su posición en el segundo mercado telefónico por su valor en el mundo, formado entre México y Estados Unidos. Southwestern Bell, compró a Pacific Telesis, que atienden el mercado local de California y Texas con posibilidades de entrar al negocio de larga distancia. La adquisición daría a Telmex, socia de la primera en México, una situación de ventaja para manejar el tráfico telefónico de parte de la frontera entre México y Estados Unidos. Cuatro años más tarde, en junio de 2000, acordaría con Bell Canadá Internacional formar una empresa conjunta para proveer servicios de telefonía fija, celular e internet en América del Sur. La alianza con su sede en Brasil, contó con un capital inicial de 3,500 millones de dólares. Mientras que en ese mismo año, América Móvil, anunciaba un acuerdo con Bell Canadá y SBC Communications para la creación de Telecom Americas Company que busca crecer en el mercado de telefonía móvil e internet en América Latina. Pero no sería hasta principios de 2004, cuando Telmex emprendería su proceso formal de internacionalización al lanzar en América del Sur los primeros servicios integrales Telmex para corporativos, <sup>135</sup> como resultado, en diciembre del 2007, Telmex decidió separar sus operaciones fuera de México de las del interior del país para crear Telmex Internacional, compañía que tiene presencia en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Ecuador y Uruguay (Emisnet, 2008).

Lo anterior refleja mejoras en sus rentabilidades, como lo muestra la gráfica 3, donde su rentabilidad de sus recursos propios (rendimiento del capital contable) se coloca por arriba

---

<sup>133</sup> Sólo por citar un ejemplo, son ocho las acciones que cotiza Carlos Slim en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), conocida como "la muestra Slim" se encuentran: AMX L; TELECOM A1;GINBUR O; GCARSO A1; TELMEX L; TELINT L; IDEAL B1; CICSA B1. En cada una de ellas, los consejeros y sus principales funcionarios tiene parentesco por consanguinidad o afinidad hasta cuarto grado dentro de la familia Slim Helú (G Craso, informe anual, 2007).

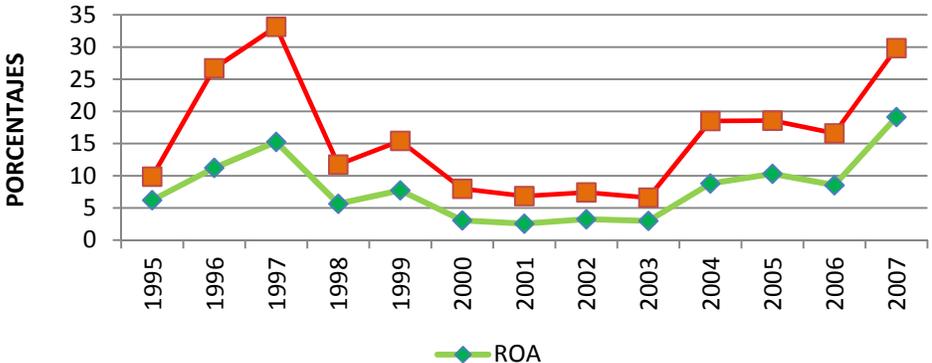
<sup>134</sup> Se pueden encontrar muchos más. Uno sería el caso de Banco Inbursa y Telmex. Telmex lanzo un programa de recompensa a la lealtad de sus clientes residenciales denominado "cuenta con telmex" el cual funcionara con una tarjeta inteligente que ofrecerá descuentos, sistemas de recompensa a través de puntos, permitirá realizar llamadas en teléfonos públicos y funcionara como monedero electrónico para realizar pagos en mas de 13 millones de establecimientos (Economatica, 2008).

<sup>135</sup> Lo anterior gracias a que se concluyeron los trámites regulatorios, se obtuvieron las autorizaciones y se concretaron los pagos por la adquisición de AT&T Latin America. La adquisición implicó para Telmex una inversión inicial de 207 millones de dólares, 171 millones de dólares en efectivo, así como la absorción de una deuda de 36 millones de dólares.

en todos los años de estudio de su rentabilidad de las inversiones (de los activos), lo que responde a una restructuración de sus nichos de interés, de la mano de una estrategia global de corporativo y no necesariamente a una expansión orgánica del grupo.

**GRÁFICA 3**

**G CARSO**  
**Rentabilidad, 1995 - 2007**



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Por ejemplo, las últimas adquisiciones de G Carso, las realizó durante 2003 y 2004, a través de su Subsidiaria G Sanborns, que compró tiendas departamentales que operan en México. En los años siguientes enfocó su estrategia a desincorporar negocios no estratégicos <sup>136</sup> y a fusionar sus subsidiarias, creando a CICSA para agrupar sus operaciones en infraestructura y construcción, <sup>137</sup> dando forma a su nueva conformación como conglomerado, dedicado a los sectores industrial, infraestructura y construcción y comercial, con presencia principalmente en el mercado local.

A partir de sus vínculos patrimoniales entre empresas, comercios y banco, G Carso genera sinergias que le garantizan abastecer a los principales clientes nacionales en cada rama. Por

<sup>136</sup> CompUSA (2001), Calinda América (2003), Química Flúor y Grupo Primex (2004), Solo un precio (2005), El Globo (2005), Ferrosur (2005), Artes Gráficas Unidas (2006) y finalmente como ya lo mencionamos durante, 2007, el G Carso redujo su participación en Cigatam – Philip Morris México de 50% a 20% y vendió su participación de 51% en el negocio de loseta cerámica (Porcelanite) y la que poseía a través de su subsidiaria Conдумex en el negocio de fabricación de anillos y camisas automotrices del 51%.

<sup>137</sup> A finales del 2008, Petróleos Mexicanos adjudicó un contrato para la construcción de plataformas e infraestructura petrolera a Operadora CICSA. La empresa dispondrá de 118 millones 289 mil 834 pesos, más 12 millones 446 mil 24 dólares para la construcción de la plataforma Akal-M.

ejemplo, su brazo financiero incluye el Banco Inbursa, con casa de bolsa y compañía de seguros. Además, tiene sociedades de inversión, que han sido un importante instrumento para participar en diversas firmas y apoyar la estrategia general del grupo (Vidal, 2004).

Como ya se señaló, G Carso cuenta con inversiones en tiendas departamentales, incluyendo una cadena en Estados Unidos. En el terreno industrial tiene empresas de metales no ferrosos y productoras de cable telefónico, entre otras. Es una empresa con inversiones importantes en una de las actividades económicas en que la internacionalización y las operaciones de fusión han sido de lo más destacado: telefonía, Internet y transmisión de voz, imágenes y datos (Vidal, 2004:73).

Estamos frente a un conglomerado que logra articular en su desarrollo los mercados internos y externos, cuenta con un brazo financiero a la que tiene importantes inversiones en una actividad – las telecomunicaciones – que han estado en el centro del proceso de cambio tecnológico y de procesos de fusiones y adquisiciones transfronterizas dominado por transnacionales (Vidal 2004 y 2001; CEPAL, 2001).

La combinación de esta estrategia lo convierte en un caso de excepción que lo aleja de los procesos de *financiarización* y lo posicionan en el mercado interno como uno de los grupos mejor estructurados.

#### **4.2.6 GRUMA (GRUPO INDUSTRIAL MASECA)**

Inicia sus operaciones en 1971, y desde entonces ha incursionado con pequeñas operaciones en el mercado de Centroamérica, Sudamérica, así como al sur de Estados Unidos, dentro de la rama productora de alimentos, fundamentalmente harinas, tortilla y pan, busca avanzar en estos mercados considerando a los consumidores con origen en México.

Desde 1996, de la mano de Archer Daniels – Midland Corp., logra una importante presencia en los mercados de Estados Unidos, Centroamérica y Sudamérica. En asociación adquieren el 60% de un grupo empresarial que cuenta con plantas productoras de harina en California y Kentucky. Con esta operación logró controlar 25% del mercado de harina de maíz en Estados Unidos. Desde entonces cuenta con filiales productoras de harina (maíz y trigo) y productos terminados en Estados Unidos, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Venezuela y Chile.

Como resultado de esta asociación, Archer Daniels – Midland es propietario, directa o indirectamente de un 23.24% de las acciones de Gruma, pero también es tenedora de acciones de subsidiarias, principalmente molinos,<sup>138</sup> por lo que tiene alguna influencia en las decisiones corporativas. En su informe anual Gruma sostiene, “tenemos la obligación de obtener el consentimiento y la cooperación de Archer Daniels – Midland con respecto a ciertas decisiones que se requieren para aumentar nuestras inversiones y para implementar nuestras estrategias de negocio”.<sup>139</sup> El 51.51% de las acciones corresponden a Roberto González Barrera y su familia,<sup>140</sup> consejeros y funcionarios poseen el 0.12% y otros accionistas el 25.13% (Gruma, informe anual, 2007).

Durante 2000, Gruma abrió su primera planta europea para la fabricación de tortillas en Inglaterra. Su presencia en Europa se fortaleció en 2004 cuando concluyó dos adquisiciones

---

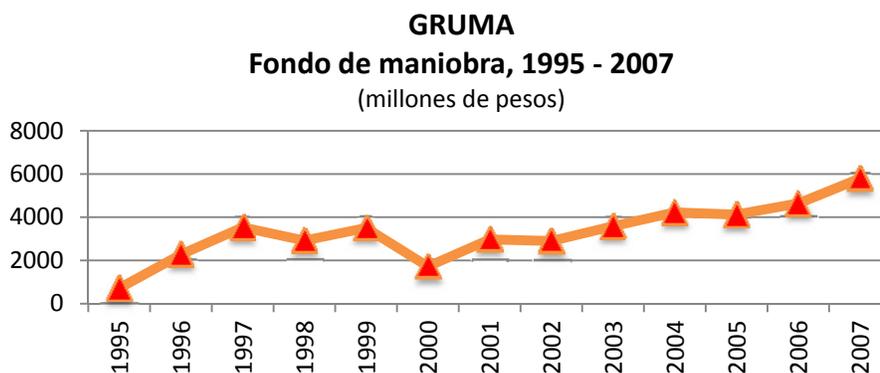
<sup>138</sup> Archer Daniels – Midland es uno de los principales procesadores y comercializadores de granos a nivel mundial, es propietaria, directa o indirectamente del 40% en la subsidiaria Molinera de México, y de una participación del 20% en la subsidiaria Azteca Milling. Además Archer Daniels – Midland es propietaria de una participación indirecta del 3% tanto de Molinos Nacionales, como en Derivados de Maíz Seleccionado. Estas subsidiarias representan el 11% de las ventas de Gruma (Gruma, informe anual, 2007).

<sup>139</sup> Adicionalmente Roberto González Barrera esta obligado a otorgarle a Archer Daniels – Midland el derecho de opción de compra en cualquier venta de sus acciones en GRUMA. Lo anterior adquiere relevancia ya que acciones en poder de Roberto González Barrera y su familia, han quedado en garantía para garantizar algunos prestamos, por lo que “si existiera un incumplimiento por parte del deudor, y si los acreedores ejercen sus derechos respecto de todas o una parte de dichas acciones, el Sr. González Barrera y su familia podrías perder el control de nuestra compañía y podría generarse en consecuencia un cambio de control” (Gruma, informe anual, 2007).

<sup>140</sup> En los que figuran hijos, yernos, primos y nietos de Roberto González Barrera

una planta de tortilla en Holanda y el 51% de una planta de harina de maíz en Italia. Para 2006, abrió su primera planta productora de tortillas en Shanghái, China. Su internacionalización le permite abastecer una parte importante de los mercados de Estados Unidos, Centro y Sudamérica, y tener presencia en Europa, Asia y Oceanía. Su expansión iniciada en 1996, ha beneficiado su fondo de maniobra, como lo ilustra la gráfica 1.

## GRÁFICA 1



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Como mencionamos desde un principio, el fondo de maniobra es un concepto relacionado con la estructura financiera de la empresa. Al ser un productor de harina de maíz y de tortillas principalmente, garantiza que su ciclo económico <sup>141</sup> se beneficie y con él, su ciclo financiero, que se asocia a su capacidad de liquidez.

Gruma <sup>142</sup> es el mayor productor y distribuidor de tortilla y de harina de maíz en el mundo <sup>143</sup> (Gruma, informe anual, 2007). A pesar de su presencia en Europa, Asia y Oceanía, su principal crecimiento es el mercado de Estados Unidos, donde le ha apostado a su

<sup>141</sup> Recordemos que el ciclo económico de la estructura del fondo de maniobra se relaciona con el tiempo promedio entra adquisición de materiales y servicios (aprovisionamiento), su transformación (producción), su venta (comercialización) y finalmente su recuperación convertida en efectivo (cobro).

<sup>142</sup> Además de los intereses en sus subsidiarias productoras de harina de maíz y tortillas, poseen el 8.62% del capital social de GFNorte, lo que representó aproximadamente 2,714 millones de pesos de sus activos totales y 32% de su utilidad neta para 2007.

<sup>143</sup> Produce y distribuye más de 20 variedades de harina de maíz que se utilizan para producir y distribuir distintos tipos de tortillas y frituras de maíz.

integración vertical, con la producción de harina en ese país <sup>144</sup> para abastecer su producción de tortillas y pan en todo el país y en Centroamérica, aprovechando no sólo los hábitos alimenticios en la amplia población hispana de Estados Unidos y en Centro y Sudamérica, sino también, “el creciente consumo de comida estilo mexicana por no-hispanos” (Gruma, informe anual, 2007).

En cuanto a su importancia por espacio económico, el comprendido por el mercado de Estados Unidos y México aparece como el más relevante, con más de 450 millones de potenciales de consumidores. El 44% de sus activos,<sup>145</sup> como el 33% de sus ventas se localizan y provienen de México, mientras que el 49% de sus ventas en dólares se generan en Estados Unidos <sup>146</sup> y genera el 45% de las ventas.<sup>147</sup> En 2007 el total de ventas consolidadas fueron de 9,102 millones de pesos.

Su expansión ha sido acompañada con un incremento sistemático de su deuda, la cual el 93% esta denominada en dólares para 2007 y su deuda de largo plazo se situaba en 633 millones de dólares.

Sus operaciones con instrumentos financieros derivados no son registradas contablemente como instrumentos de cobertura.<sup>148</sup> Se registran inicialmente por el monto de la contraprestación pactada y al cierre de cada periodo se registra a su valor razonable de mercado, como pérdida o ganancia.<sup>149</sup> A finales de marzo de 2009, Gruma anunciaba que llegaba a un acuerdo con tres bancos para cubrir sus deudas generadas por las operaciones de instrumentos financieros derivados, los cuales ascendían a 668.3 millones de dólares y representaban el 87% del valor actual de mercado de todas las obligaciones contraídas por

---

<sup>144</sup> En el mercado de Estados Unidos “las tortillas no son consumidas solamente en forma de comida mexicana, prueba de ellos es que las tortillas son utilizadas en la elaboración de envueltos (*wraps*), lo que continuará incrementando la demanda de tortillas” (Gruma, informe anual, 2009).

<sup>145</sup> Se concentran en Grupo Industrial Maseca (GIMSA), Molinera de México, Productos y Distribuidora Azteca

<sup>146</sup> Gruma Corporation domina actualmente 80% del mercado estadounidense de harina de maíz y el 22% del mercado de tortillas. Actualmente con 10 plantas productoras de tortilla de maíz distribuidas en: Texas, California, Florida y Arizona. Su participación de mercado, en algunas localidades de Estados Unidos, es como sigue: Los Ángeles. 70% San Diego, 70%; Phoenix, 65%, Dallas, 55%, Seattle, 55% Oklahoma City, 53%; Florida, 53%; San Francisco, 41 por ciento. En el renglón de harina de maíz cuenta con cinco plantas de este tipo en el país: dos de ellas en Texas, una en California, otra en kentuky, y una más en Evansville.

<sup>147</sup> Por medio de Gruma Corporation, Azteca Milling y Gruma Centroamérica

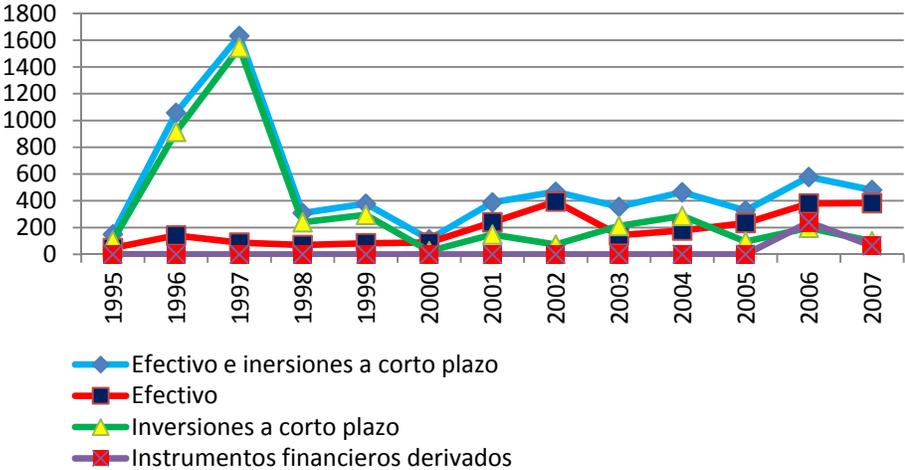
<sup>148</sup> Como es el caso de instrumentos derivados de materia primas, tipo de cambio y tasas de interés.

<sup>149</sup> Al 2006 reportaba en su resultado integral de financiamiento, una pérdida en estos instrumentos por 146,693 miles de millones de pesos y registraba una ganancia de 155,456 miles de millones de pesos en 2007 (Gruma, informe anual, 2007).

la empresa con los bancos por estas operaciones, aproximadamente 811 millones de dólares, lo que llevó a las agencias Fitch y Standard & Poor's a recortar sus calificaciones. Como se observa en la gráfica 2, el comportamiento de su tesorería registra esta inversión en derivados.

**GRÁFICA 2**

**GRUMA**  
**Estructura de Tesorería, 1995 - 2007**  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

Sus operaciones después de 2003 le han permitido generar un flujo de efectivo constante y estable, y considerando que su índice de apalancamiento para 2007, se sitúa en 82.75%, lo que sugiere que sus recursos propios superan a activos, logrando que en el mismo año sus pasivos corrientes representaban el 51.19% de sus activos corrientes, logrando un índice de liquidez del 193.32% (Economática, 2007). Sin embargo, a finales de 2008, anunciaba que obtenía una línea de crédito para liquidar las obligaciones que tiene en relación a su posición de instrumentos financieros de derivados con vencimiento en este año (Emisnet Bolsa Mexicana de Valores, 2008).

Gruma ha fortalecido su capacidad de producción y se beneficia de significativas ventajas competitivas derivadas de factores como un adecuado posicionamiento de marca y eficiente ejecución en puntos de venta (Gruma, informe anual, 2007). Ante una competencia muy fragmentada, podemos sugerir que su problema central es la participación de su socio Archer Daniels – Midland, en su capital social. Actualmente Archer Daniels – Midland

tiene capacidad para influir de forma determinante en la estrategia Gruma e incluso puede aumentar su participación, considerando las deudas y las garantías establecidas por su socio mayoritario de la empresa (Vidal, 2004).

En su reciente expansión, sobre todo en los mercados de Estados Unidos y México, manejó su tesorería garantizando flujo estable, de manera que su excedente en efectivo lo destinó a inversiones de corto plazo y en instrumentos derivados (ver gráfica 1). Además, a partir de 2002 ha aumentado su deuda, principalmente en moneda extranjera. Para el 2007, el 82% del total de sus obligaciones eran en moneda extranjera, para ese mismo año sólo el 21% de sus ventas en el extranjero estaban en condiciones de pagar su deuda de corto plazo.

Tenemos una empresa que operó su estrategia de internacionalización, después de lograr posesionarse en el mercado de Estados Unidos y México, gracias a la participación de su socio principal, Archer Daniels – Midland. Su expansión ha sido principalmente apalancada y en pasado reciente, utilizó sus inversiones en derivados como un campo de negocios adicional e independiente con la intención de obtener financiamiento adicional de alto rendimiento. Por lo que, la forma de operar su tesorería y el comportamiento de su deuda en el corto plazo, guiados por los caminos de la *financiarización*, pueden generar dificultades para mantener el control de la empresa.

## 4.2.7 GRUPO BIMBO

G Bimbo es la empresa de panificación más grande de América y una de las más importantes en el mundo. A partir del 2002, fusiona sus subsidiarias organizándolas en dos divisiones: 1) productos de panificación <sup>150</sup> y, 2) botana salada y confitería, <sup>151</sup> con el objetivo del “aprovechamiento de sinergias y consolidación operativa” permitiéndole “disminuir costos al evitar duplicidades en sus procesos para hacerlos más eficiente y productivos” (G Bimbo, informe anual, 2007).

A través de sus 89 subsidiarias y 25 asociadas se dedica a la producción, distribución y comercialización de más de 5,000 productos <sup>152</sup> con 135 marcas reconocidas <sup>153</sup> a través de 80 plantas y 800 centros de distribución en el mundo. Sus productos “son de consumo popular y masivo, e inclusive algunos son de consumo básico” (G Bimbo, informe anual, 2007).

Sus ventas netas en 2007, fueron de 72,294 millones de pesos. Su mercado más importante se encuentra en México, donde realizó el 68% de sus ventas y se encuentran el 62% de sus activos. En Estados Unidos, se ubicaron el 22% de sus ventas, mientras que el 10% en Latinoamérica. <sup>154</sup>

Su expansión ha sido acompañada con adquisiciones en el mercado local de sus principales competidores, y con la compra de empresas en Centro, Sudamérica y Estados Unidos, principalmente en Texas (8 empresas) y California (4 empresas). A través de OLA (Organización Latinoamericana) coordina las operaciones en Latinoamérica, <sup>155</sup> mientras que

---

<sup>150</sup> Principalmente se encuentra Bimbo (con propiedad del G Bimbo del 97% de las acciones). Para las operaciones en Estados Unidos con El Globo (100%) y Bimbo Bakeries USA, Inc. BBU (100%) y para Centro y Sudamérica, con OLA (100%).

<sup>151</sup> Se encuentran agrupadas en Barcel, con propiedad del G Bimbo del 97% de las acciones.

<sup>152</sup> Entre los que se encuentran: pan de caja, pan dulce, pastelería de tipo casero, galletas, barras de cereales, dulces, chocolates, botanas dulces y saladas, tortillas empacadas de maíz y de harina de trigo, tostadas, cajeta y comida rápida.

<sup>153</sup> Algunas con antigüedad de 65 años, como el caso de Bimbo y 53 años con Marinela. Además se encuentra Tía Rosa, Lara, El Globo, Ricolino, Milpa Real y Barcel entre otras,

<sup>154</sup> Sin embargo, si observamos el porcentaje de cambio en las ventas entre 2006 con respecto a 2007, el mercado local fue el menos dinámico. En Estados Unidos representó un cambio de 4.7%, en Latinoamérica del 21.1%, mientras que en México fue del 7.1%.

<sup>155</sup> Con operaciones sólo de distribución en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Uruguay y Venezuela, representando un mercado potencial de más de 325 millones de consumidores.

el mercado de Estados Unidos, en los últimos años concretó un gran número de adquisiciones importantes.

En 2002, adquirió, la que representa hasta ese momento “la compra más grande de sus historia” Oroweat y Entenmann’s, subsidiarias de George Weston, que es uno de los cuatro productores más importantes en ese mercado. A inicio de 2009, compró Weston Food, filial también de George Weston. G Bimbo pagó 2,380 millones de dólares por Weston Foods y 125 millones adicionales para ciertos activos financieros. La compra, que duplica la presencia de G Bimbo en Estados Unidos y lo convierte en la mayor panificadora de ese país, se financió con 2,300 millones de dólares en deuda bancaria y efectivo disponible.

La deuda fue contraída con seis bancos: Bank of America, BBVA, Banamex/City, HSBC, ING y Santander. Bimbo Bakeries ahora cuenta con 35 plantas, 7,000 rutas de distribución y representará 40% de las ventas, dando empleo a más de 15,000 personas.

Antes de su última compra, como se puede apreciar en la gráfica 2, la estrategia del grupo, para apoyar su expansión, es contraer pasivos en denominación de moneda local. Para 2007, tenía una deuda denominada en moneda extranjera de 2,087 millones de pesos y 3,937 millones de pesos en moneda nacional, principalmente por medio de certificados bursátiles, con vencimientos durante los años de 2007, 2009 y 2012, con lo cual el grupo “distribuyó sus vencimientos de deuda en el largo plazo y, al mismo tiempo, redujo los riesgos inherentes al mercado cambiario.” Si consideramos su endeudamiento por espacio económico, el contraído en México representa el 80% de su pasivo total (G. Bimbo, informe anual, 2007). Sin embargo, después de su compra a inicio de 2009, el apalancamiento es en moneda extranjera.<sup>156</sup>

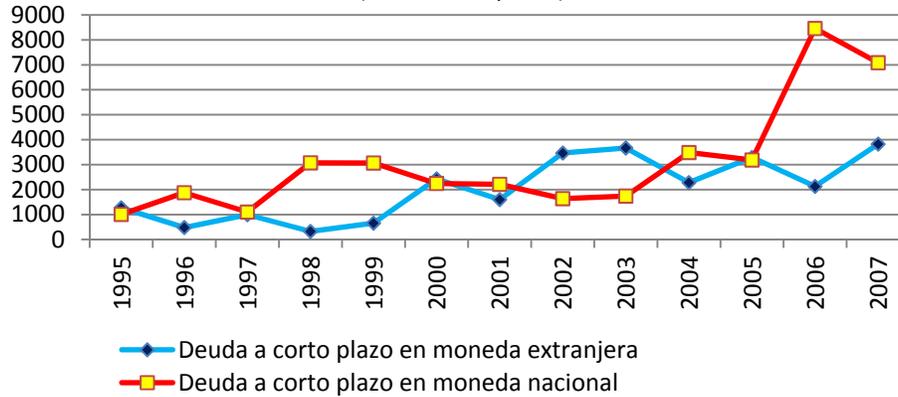
---

<sup>156</sup> El crédito se hará en tres tramos (tranches): El primero, de 600 millones de dólares, a un plazo de un año, con un spread de 165 puntos base sobre TIEE y LIBOR (la empresa decidirá sobre qué indicador de referencia aplicar el spread, dependiendo del mercado); el segundo tramo de 900 millones de dólares será a tres años, con un spread de 250 puntos base, y el tercero, a cinco años, de 800 millones de dólares, con un spread de 300 puntos (Emisnet, BMV, 2009).

## GRÁFICA 2

### G BIMBO Deuda a corto plazo, 1995 - 2007

(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

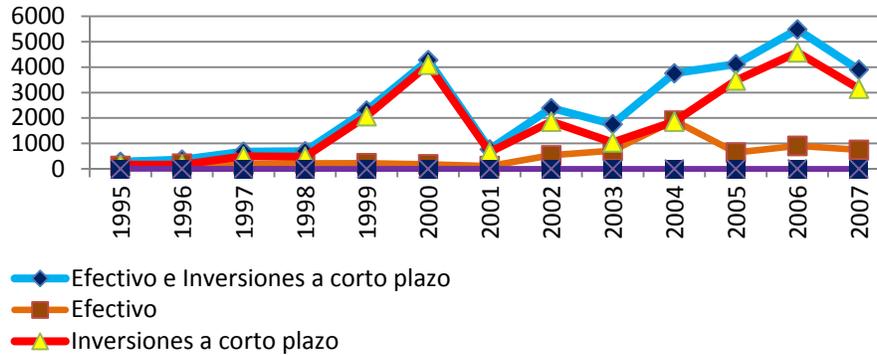
En 2006 inició operaciones en Asia, con la adquisición de la empresa Beijing Panrico Food Processing Center, ubicada en China y “dedicada a la fabricación, distribución y comercialización de pan de caja, pan dulce y pastelitos bajo la marca de Panrico y BIMBO” (G Bimbo, informe anual, 2007).

Al igual que otros grupos, la fusión entre sus subsidiarias representó que su estructura corporativa se organizará de acuerdo a su principal actividad, con el objetivo de fortalecer su integración vertical. Así, G Bimbo, agrupa sus operaciones de fabricación y comercialización de pan, pasteles y galletas, bajo su subsidiaria Bimbo (97%), mientras que la fabricación y comercialización de botanas y chocolates las opera por medio de su subsidiaria Barcel (97%). Cada una enfocada a su negocio base. La perspectiva de la empresa es alcanzar una mayor integración en sus operaciones en Estados Unidos, además de mantenerse en México con nuevos productos e incrementar su participación en Latinoamérica (Vidal, 2004).

El resultado es una concentración de su participación accionaria, con ventajas en sus procesos productivos de cada negocio, además de una centralización de su tesorería. Como lo observamos en la gráfica 3, la tesorería del grupo, la dispone más en inversiones a corto plazo, principalmente en instrumentos oficiales denominados en la moneda local de cada país.

### GRÁFICA 3

**G BIMBO**  
**Estructura de Tesorería, 1995 - 2007**  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Su inversión en instrumentos financieros derivados, puede responder a necesidades de cobertura o necesidades de flujo de efectivo. El grupo reconoce la utilización principalmente de “swaps de tasa de interés para administrar su exposición a las fluctuaciones de tasas de interés y de moneda extranjera en sus financiamientos; así como futuros para fijar el precio de compra de materias primas.” En su resultado integral de financiamiento (RIF), reconoce una pérdida por posición monetaria de 334 millones de pesos, pero si considera los intereses pagados netos y su ganancia (pérdida) cambiaria neta, el RIF es positivo en 234 millones de pesos (G Bimbo, informe anual, 2007).

El escenario arriba señalado, puede cambiar de forma desfavorable para G Bimbo. En sus expectativas del grupo, a partir de su compra de principios de año, "considera un flujo en dólares que permitirá hacer frente con más comodidad al incremento de costos que trajo la depreciación del peso y la deuda que acaba de asumir la compañía" (Emisnet, BMV:2009). Que sumado a su estrategia iniciada en 2002, con la fusión entre sus subsidiarias, el fortalecimiento de la corporación vía su negocio base, la concentración de su participación accionaria y la centralización de su tesorería, confía que ante un escenario de menor consumo o margen, pueda enfrenta tal situación. Sin embargo, por citar un ejemplo, existe el riesgo de una calificación desfavorable. Si cambian las condiciones de mercado y de la corporación es calificada de manera negativa, se agregaría 25 puntos base a la tasa de su deuda contraída.

## 4.2.8 FOMENTO ECONÓMICO MEXICANO (FEMSA)

FEMSA tiene su origen en la Cervecería Cuauhtémoc, primera cervecería mexicana fundada en 1890. La integración de la empresa data desde 1936, en ese entonces las actividades de FEMSA formaban parte del Grupo Monterrey. En 1974, al escindirse el grupo <sup>157</sup> la división de bebidas y la de actividades bancarias se consolidaron bajo la denominación social de FEMSA. Entre 1977 y 1981 diversificó sus operaciones cuando adquirió embotelladoras en la industria de refrescos y de agua mineral y la creó tiendas OXXO, configurando una compañía de bebidas. Después de su segunda reestructuración corporativa y financiera <sup>158</sup> en 1985 adquiere una participación mayoritaria en Cervecería Moctezuma, y los activos de FEMSA los agrupa en 1988 en una sola entidad: Grupo Industrial Emprex (Emprex).

La participación de The Coca-Cola Corp., se establece en 1993, cuando una subsidiaria de la compañía adquirió 30% del capital social de Coca-Cola FEMSA. En conjunto, en 2003 compraron la plataforma continental Panamco <sup>159</sup> y en 2007 adquirieron el 100% de las acciones de Jugos del Valle.<sup>160</sup> El cuadro 1 muestra las principales subsidiarias de FEMSA y su participación accionaria, siendo Coca-Cola FEMSA y FEMSA Cerveza sus negocios principales. Actualmente Coca-Cola FEMSA <sup>161</sup> es el embotellador más grande de bebidas marca *Coca-Cola* en Latinoamérica y el segundo más grande del mundo, mientras que FEMSA Cerveza <sup>162</sup> es el segundo productor de cerveza en México y es considerada la decimosegunda cervecera del mundo.

---

<sup>157</sup> Como se menciona más arriba, la otra parte dio origen al grupo Alfa.

<sup>158</sup> Tenía inversiones en la industria hotelera, de la construcción, de autopartes, alimentaria y pesquera. Con la nacionalización de la banca en agosto de 1982, sus intereses financieros en Banca Serfin, habían sido separados del corporativo. Más tarde, en 1991, volvía a adquirir intereses en el sistema de pagos, esta vez, en Bancomer.

<sup>159</sup> Con lo cual empezó a producir y distribuir productos de la marca *Coca-Cola* en territorios adicionales en el centro de México y la región Golfo de México y en Centroamérica, Colombia, Venezuela y Brasil. Como resultado de la adquisición, The Coca-Cola Corp. incrementó su participación en el capital social de Coca-Cola FEMSA, pasando de 30% a 31.9% (FEMSA, informe anual, 2007).

<sup>160</sup> La compra se realizó en partes iguales, por 380 millones de dólares y adquirieron una deuda de 90 millones de dólares.

<sup>161</sup> Tiene 11 embotelladoras de refrescos en México y 18 distribuidas en Centroamérica y Sudamérica.

<sup>162</sup> Posee 6 cervecerías en México y 8 en Brasil. Además es propietaria de 8 empresas dedicadas a la fabricación de latas, hermetapas y tapas de latas, decoración de botellas, botellas de vidrio, mina de arena sílica y una maltera.

## CUADRO 1

### FEMSA <sup>1</sup> Principales Subsidiarias,<sup>2</sup> 2007

Nombre	Ubicación	% Tenencia
CIBSA <sup>3</sup>	México	100%
Coca-Cola FEMSA <sup>4</sup>	México	53.7%
Emprex Cerveza <sup>5</sup>	México	100%
Desarrollo Comercial FEMSA <sup>6</sup>	México	100%
FEMSA Cerveza <sup>7</sup>	México	100%

<sup>1</sup> Es una sociedad controladora mexicana que se constituyó en 1936. Su actual denominación social fue registrada en diciembre de 2006.

<sup>2</sup> Posee otras subsidiarias que representaron el 5.5% de sus ingresos en 2007, en la producción de refrigeradores comerciales, etiquetas y empaque flexibles, de servicios de logística y de servicios corporativos, además de una subsidiaria que es propietaria de la marca de refrescos Mundet.

<sup>3</sup> Compañía Internacional de Bebidas, representa los intereses de Coca-Cola FEMSA en el exterior.

<sup>4</sup> Dedicada a la producción, distribución y comercialización de refrescos. La integran las subsidiarias: Propimex, Controladora Internacional de Bebidas (Panamco), Panamco de México y Refrescos Latinoamericanos. Tiene operaciones en Guatemala, Nicaragua, Costa Rica, Panamá, Colombia, Venezuela, Brasil y Argentina. The Coca-Cola Company indirectamente es propietaria del 31.6%. Los fondos de inversión Cascade Investment LCC y Bill & Melinda Gates Foundation Trust, propiedad de Bill Gates, poseen el 6.5% de las acciones de FEMSA.

<sup>5</sup> Grupo Industrial Emprex. Representa los intereses de la sociedad controladora en FEMSA Comercio y FEMSA Cerveza.

<sup>6</sup> Opera 6,374 tiendas de convivencia OXXO en México. Representan la cadena más importante de esta línea de tiendas en el país. Para el 2009, contemplan la apertura de 750 establecimientos más.

<sup>7</sup> Dedicada a la producción, distribución y comercialización de cerveza. Además es propietaria del 83% de la cervecería brasileña Cervejarias Kaiser Brasil (Kaiser).

Fuente: FEMSA, Informe Anual, 2007

Sus ventas consolidadas en 2007 se ubicaron en 147,556 millones de pesos, donde el 72% de sus ingresos se atribuyeron a las ventas en México, con 106,136 millones de pesos. De este total, correspondieron el 46% a Coca-Cola FEMSA,<sup>163</sup> 26% a FEMSA Cerveza y el 28% a FEMSA Comercio (FEMSA, informe anual, 2007).

En cuanto a la expansión de FEMSA Cerveza, en 2006 adquirió de Molson Coors Brewing Company el 68% de las acciones de la cervecería brasileña Cervejarias Kaiser Brasil (Kaiser) hasta llegar a ser propietaria del 83% de la cervecera, con lo cual FEMSA participa dentro de los tres productores medianos de cerveza en ese país operando ocho cervecerías. Actualmente FEMSA Cerveza exporta sus productos a 47 países, su principal mercado es Estados Unidos,<sup>164</sup> el cual representó el 89% de sus exportaciones.

Durante los últimos tres años FEMSA Comercio, aceleró su expansión de sus llamadas tiendas de conveniencia, abriendo 2,097 nuevas tiendas OXXO, principalmente en el norte del país. Durante 2008, abrió 811 tiendas más y espera al finalizar 2009, inaugurar otras 750 tiendas.

Su deuda ascendió a 40,029 millones de pesos en 2007, su deuda a corto plazo representa el 23%, con 9,364 millones de pesos y con el 77% su deuda de largo plazo, ubicándose en 30,665 millones de pesos.<sup>165</sup> Por subsidiarias, Coca-Cola FEMSA y FEMSA Cerveza concentran el 75% de la deuda total, FEMSA Comercio no presenta deuda y sus otros negocios de FEMSA, concentran el 25% (FEMSA, informe anual, 2007).

Como observamos en la gráfica 4, el comportamiento de su deuda en moneda extranjera, durante los últimos cuatro años se ha mantenido por debajo de su deuda de corto plazo en moneda nacional, y como lo sugieren sus estados financieros, su deuda de largo plazo, es más importante que la de corto plazo. Sin embargo, la tendencia de la deuda total ha mantenido un crecimiento constante desde 2002 y a partir del 2005 la deuda de corto plazo como porcentaje de la deuda total ha crecido significativamente, ubicándose en 40%, 44% y 52%, durante los años, 2005, 2006 y 2007 respectivamente. A finales de octubre de 2008, FEMSA poseía más de la mitad de su deuda en instrumentos que tenían que ser renovados

---

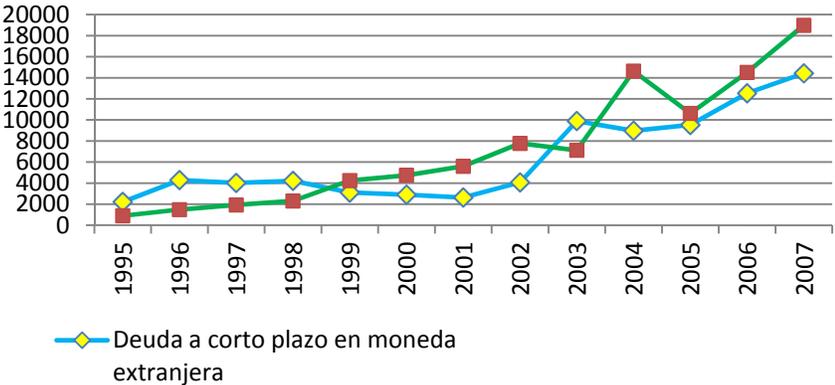
<sup>163</sup> Un dato adicional es que el consumo per cápita de refresco de cola en el país fue de 414 porciones de ocho onzas en 2007. Si consideramos que cuatro onzas representa el tamaño individual, entonces en promedio cada mexicano consumió 2.5 refrescos individuales cada día de 2007, representado el mayor de Latinoamérica.

<sup>164</sup> El consumo per cápita en este país fue de 82 litros en 2007, mientras que en México alcanzo los 59 litros.

<sup>165</sup> El 99% de su deuda de largo plazo y el 25% de su deuda de corto plazo están tituladas en moneda nacional.

en los próximos meses. Durante 2009, tiene vencimientos de deuda por 11 mil 600 millones de pesos, de los cuales espera refinanciar 9 mil 300 millones de pesos y pagar el resto con el efectivo de sus operaciones (Economática, 2007).

**GRÁFICA 4**  
**FEMSA**  
**Deuda a corto plazo, 1995 - 2007**  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economática

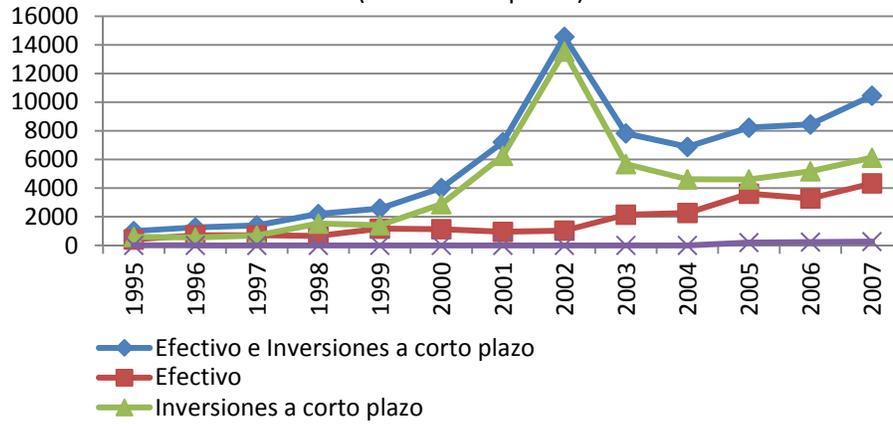
Generalmente los componentes de la tesorería de una empresa, representan sus fuentes de financiamiento, en la gráfica 5, se muestra su comportamiento. Como se puede apreciar, el efectivo y las inversiones a corto plazo <sup>166</sup> son los componentes más activos para hacer frente a sus necesidades de fondo de maniobra y representan la disponibilidad real de todos sus activos líquidos.

Si relacionamos el total de su tesorería con su pasivo corriente, obtenemos la razón de tesorería, que mide cuanto dinero está disponible para pagar las obligaciones. Para el 2007, sólo el 33% de la tesorería de FEMSA podía ser utilizada pagar su deuda (Economática, 2007).

<sup>166</sup> La política de FEMSA es el de mantener al menos el 30% de su efectivo en instrumentos del Gobierno Federal Mexicano (FEMSA, informe anual, 2007).

## GRÁFICA 5

FEMSA  
Estructura de Tesorería, 1995 - 2007  
(millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con información de Economatica

Bajo este panorama, las condiciones macroeconómicas en México son relevantes para las expectativas de FEMSA, en particular los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio. Por un lado, como se señaló más arriba, el 46% de sus ingresos en 2007 se generaron a partir de sus ventas por Coca-Cola FEMSA, donde algunos de los materiales utilizados para el embotellamiento de sus productos se pagan con referencia al dólar y si consideramos que el 69.4% de los ingresos totales consolidados de FEMSA, estaban denominados en pesos mexicanos en 2007, una devaluación de la moneda local con respecto al dólar podría incrementar sus costos operativos. Mientras que, como se señaló, en 2007 el 52% de su deuda de corto plazo representaba la deuda total, un aumento en las tasas de referencia, incrementarían consecuentemente sus pagos de interés. El comportamiento de la tasa de interés podría afectar de manera significativa su capacidad de pago, además de afectar su utilidad vía, un mayor costo integral de financiamiento.

Ambos escenarios se presentaron en el último trimestre de 2008, es decir, un incremento de la tasa de interés local y una devaluación del peso con respecto al dólar. Como resultado, su utilidad, disminuyó en 35% durante el tercer trimestre de 2008 y 78% durante el cuarto trimestre, con respecto al logrado en el mismo periodo en 2007. Mientras que la

depreciación con respecto al dólar, ocasionó una pérdida cambiaria por 1, 898 millones de pesos (Emisnet BMV, 2008).

En el espacio de sus decisiones económicas y financieras la influencia que ejerce The Coca-Cola Corp., en FEMSA es significativa. No sólo por ser su principal accionista, además posee los derechos de embotellador, establece sus precios para su concentrado, material de empaque y edulcorantes de forma unilateral, tiene el derecho de prohibir a Coca-Cola FEMSA embotellar, producir o distribuir cualquier otra bebida sin su autorización, pero se reserva el derecho de importar o exportar debidas de marca *Coca-Cola* hacia y desde cada uno de sus territorios y, además puede tomar la decisión de no renovar los contratos de embotellador de Coca-Cola FEMSA.

Si consideramos que en 2007, el 95% aproximadamente del volumen de ventas de Coca-Cola FEMSA fue producto de las ventas de bebidas marca *Coca-Cola*<sup>167</sup> (FEMSA, informe anual, 2007), su influencia se convierte en sustancial en el comportamiento y destino de FEMSA, la cual se agrava por el entorno macroeconómico, mostrando la vulnerabilidad de la empresa: su dependencia con su socio principal y los costos de su expansión productiva.

---

<sup>167</sup> Considera dentro de su línea de *Colas: Coca-Cola Ligth, Coca-Cola Ligth sin Cafeína y Coca-Cola Zero*, agua natural *Ciel* y refrescos de sabor *Fanta, Sprite, Lith y Fresca*.

## CONCLUSIONES

En este trabajo se estudia la determinación cambiaria dentro de una tradición de análisis heterogéneo, que recobra las condiciones históricas y estructurales de los espacios económicos en la periferia. Se destaca la presencia de actores sociales con poder de mercado que influyen y determinan el cauce de la reproducción social y económica. Desde esta perspectiva se reconocen las relaciones de poder, de conflicto, de juego de intereses, de desequilibrios acumulativos y de asimetrías que se realizan en el espacio de la economía. Sostenemos que los tipos de cambio se han *financiarizado* en México, lo que se traduce en la renuncia al manejo soberano del espacio monetario. Las políticas macroeconómicas se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales, negándose con ello la posibilidad de toda estrategia de desarrollo económico.

Los *determinantes* del tipo de cambio se han modificado a partir del abandono del régimen basado en paridades fijas pero ajustables por un sistema de libre flotación. Ahora *todos* los tipos de cambio son potencialmente flotantes, en un ambiente de liberalización de los movimientos de capitales.

Tradicionalmente el estudio sobre el tipo de cambio ha sido considerado como tema exclusivo de la agenda de la teoría dominante. Sus primeras aportaciones conceptuales estaban vinculadas a los desequilibrios de balanza de pagos y en la determinación cambiaria, sobre todo destacaba la importancia de la balanza comercial. Sin embargo, el marco doctrinal en el que se encuentran situadas sus estudios iniciales se han transformado en un contexto de una mayor relevancia de los mercados financieros.

A partir de ese momento desarrolla con más fuerza un conjunto de modelos explicativos de las *variaciones cambiarias*. Lo que significó un cambio del objeto y del método de estudio en comparación con sus enfoques tradicionales, en el mejor de los casos, la teoría dominante ha dejado en un segundo plano su preocupación sobre los determinantes cambiarios orientando la mayoría de sus estudios a las variaciones y el comportamiento del tipo de cambio. Ahora, el problema central para la teoría convencional, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios, consiste en establecer cómo los mercados de divisas definen el tipo de cambio en un ambiente de expectativas volátiles. Lo anterior ha situado el análisis

estándar en las diferencias entre las previsiones y la evolución efectiva del tipo de cambio, recurriendo a los *spreads* y los *risks* estimados por las grandes calificadoras.

Tanto en sus enfoques tradicionales, como en las versiones contemporáneas de sus estudios teóricos, la teoría dominante no alcanza a explicar la determinación cambiaria. Sus estudios se han mostrado insuficientes para explicar el comportamiento actual del tipo de cambio y sus límites se presentan aún mayores si se quiere evaluar en su aplicación a los países periféricos.

El camino que se eligió en el estudio de las determinantes cambiarias se encuentra asociado a numerosas políticas que han transformado el marco institucional de la mayoría de los sistemas de regulación nacionales en un contexto de una *gran crisis*, creando las condiciones para el fortalecimiento del régimen de acumulación con predominio financiero, en breve *financiarización*. Ahora el tipo de cambio, cada vez menos, se le relaciona con los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales y, cada vez más, aparece vinculado a las exigencias de estabilidad, confianza y rentabilidad que reclaman los movimientos internacionales de capital. Se encuentra que el tipo de cambio en México está *financiarizado*.

Las economías locales impulsaron la defensa de políticas flexibles en materia de tipo de cambio y de apertura, desregulación e integración de sus intermediarios financieros a los mercados monetarios internacionales, provocando una diversificación de instrumentos, productos e intermediarios financieros. El fin de la transformación de los sistemas de regulación nacionales es el de “permitir a los inversionistas apropiarse de los ingresos financieros (intereses y dividendos) en las condiciones más regulares y seguras posibles” (Chesnais, 2003:47). Dentro de estos inversionistas no sólo se refiere a la posición y función de los inversionistas institucionales en el sistema financiero que les permite obtener enormes rentas financieras, sino también, a las mayores corporaciones que realizan operaciones por medio de su brazo financiero o de su tesorería que les reportan cuantiosas ganancias a partir de la participación en mercados estructurados: mercado de acciones y mercado de bonos y de derivados. Se trata de la relevancia de nuevos actores sociales y sus formas y medios que operan para constituir su rentabilidad.

A partir de ese momento predomina, cada vez más, el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades. El tipo de cambio se convierte

en un objeto más de especulación y en su determinación se imponen criterios de rentabilidad financiera. Así pues, el mercado cambiario se ha transformado en mercado especulativo bajo un contexto de liberalización de los movimientos capitales.

En este escenario la teoría dominante se repliega a la investigación microeconómica sobre el comportamiento especulativo en los mercados cambiarios, en donde se ha convertido en uno de los temas de la literatura estadística y econométrica, pero sin alcanzar a explicar los determinantes del tipo de cambio.

Se percibe que a partir de un contexto de libre movimiento de los flujos de capital, el tipo de cambio deja de depender hasta cierto punto de los movimientos de mercancías, por tanto del déficit comercial o de los diferenciales de inflación.

Hoy es posible señalar que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos desplazando el análisis del tipo de cambio de la teoría del comercio internacional al de las finanzas internacionales. Es aquí, donde aparece una posible línea de investigación para el estudio del tipo de cambio en la actualidad, proveniente de lo que se ha llamado régimen de acumulación con predominio financiero denominada también *financiarización*.

En la actualidad la hipótesis de la *financiarización* se ha difundido en distintas versiones y como se apuntó más arriba, su estudio reclama una agenda de investigaciones de más largo alcance. En el centro de las preocupaciones de este trabajo aparece el estudio del comportamiento del tipo de cambio en un espacio económico en la periferia en tiempos de *financiarización*.

Nuestra aportación a la agenda de investigación es entonces el de ofrecer que es en la relación que guarda el manejo de la política en el ámbito financiero nacional, que motiva un entorno macrofinanciero y la manera de cómo las grandes empresas con origen en México manejan su tesorería para la construcción de su beneficio, donde se encuentra cierta evidencia para afirmar que *la determinación del tipo de cambio en México pasa a ser un componente estructural del régimen de acumulación con dominación financiera*.

En el centro del régimen de acumulación dominado por lo financiero se encuentra la combinación de procesos de crecimiento y estancamiento entre la generación de rentas financieras y la rentabilidad económica del capital, dando como resultado “una tendencia al crecimiento de la esfera financiera – crecimiento acumulativo en la medida en que las

ganancias que allí se efectúan requieren cada vez más liquidez – y una tendencia a la reducción de la esfera productiva” (De Bernis, 1988:60). Uno de sus resultados es la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves, “los horizontes de valorización muy cortos tienden a caracterizar el tipo de inversión propia del régimen de acumulación con predominio financiero” (Chesnais, 2001:293).

Su expresión se encuentra en la inversión de racionalización con el objetivo de buscar altos rendimientos en tiempos cortos, a través de criterios de rentabilidad financiera. En ese orden de ideas, se analiza al régimen de acumulación con dominación financiera, bajo dos dimensiones.

En una de sus dimensiones la *financiarización* se desarrolla cuando en los espacios monetarios de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, traduciéndose esto en políticas macroeconómicas nacionales que se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales. Una alusión a lo anterior lo encontramos en la conducción de la política monetaria en México. El interés de la macroeconomía local se reduce al resguardo en los niveles de la tasa de interés y la certidumbre relativa sobre la evolución del tipo de cambio, lo que se ha identificado como la “macroeconomía financiera.” Estos instrumentos se traducen en variables de ajuste del sistema económico buscando fortalecer la liquidez y profundidad del mercado nacional en moneda local para ofrecer garantías en la transferencia de rentas financieras (Correa, 2008; Lichtensztejn, 2008).

En tal sentido, la Banca Central Autónoma esta atenta al control de la inflación y en mantener altas reservas internacionales a fin de salvaguardar la estabilidad cambiaria y la convertibilidad de la moneda a la paridad cambiaria existente. La exigencia de monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de su política monetaria. Su objetivo es la de buscar la afluencia de capitales que persiguen un mayor premio. En el contexto internacional los capitales se desplazan de una actividad a otra, de un país a otro, de una moneda a otra, en busca de mayor rentabilidad: tanto por préstamos y colocaciones financieras como por las inversiones directas a través de instituciones financieras o por los brazos financieros y tesorerías de las grandes empresas.

La *financiarización* en la otra de sus dimensiones se produce cuando predomina el comportamiento especulativo sobre el comportamiento de empresa, motivado por un

entorno macrofinanciero que favorece la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo. Una referencia son las actuales formas de gestión de algunos de los grandes grupos de capital privado con origen en México. En la estrategia de expansión de estos grupos, que son propiedad de inversionistas nacionales y que permiten la participación de capital externo en sus empresas, manejaron su tesorería para la construcción de su beneficio considerando los mercados financieros vía bancos de inversión, intermediarios no bancarios, corredurías y fondos de inversión diversos. Lo que generó la expansión de la oferta de dinero y crédito mundial favoreciendo un entorno de mayor acceso de las empresas a los mercados financieros locales e internacionales para financiarse representando un cambio en las estructuras de financiamiento de las empresas.

En la gestión de las empresas que operan desde nuestro país encontramos casos de *financiarización*: lo mismo en Cemex, Grupo México, Alfa, Vitro y Grupo Carso, que en Grupo Bimbo, Femsa y Gruma. En algunos casos sus procesos de internacionalización han sido acompañados con altos índices de apalancamiento y su preferencia por la liquidez que por el de la inversión productiva. En otros, los procesos de fusión entre sus subsidiarias, le permitió reestructurar sus empresas encaminadas a concentrarse en su negocio base.

Estos procesos de *financiarización* en la gestión de sus empresas les habilitó tener, y en algunos casos controlar, activos en el exterior con el objetivo de mantener sus condiciones de rentabilidad pero con una alta vulnerabilidad, a la vez que las fusiones entre subsidiarias les otorgó, en una sola operación, abastecer su mercado sin necesidad de destinar nuevos recursos a la inversión. Se trata de casos de gerencia financiera a corto plazo, donde sólo implicó el seguimiento de fondos y gestión de tesorería.

En el manejo de sus tesorerías estas empresas combinaron el entorno que genera la apertura y liberalización financiera con una situación macroeconómica local que expresa a través de la política monetaria la necesidad de garantizar la sustentabilidad en la transferencia de rentas financieras. De tal manera que la macroeconomía local busca garantizar el aumento de la oferta de divisas para fortalecer la liquidez y profundidad del mercado nacional.

Esto es, las tesorerías son operadas considerando la política monetaria ejecutada desde el banco central como las condiciones que propicia los movimientos internacionales de capital, es decir, se aprovechó de la conjunción entre expansión de la oferta de dinero y crédito mundial y de una política monetaria – cambiaria operada desde la banca central

orientada a reducir la inflación y mantener altas reservas internacionales a fin de salvaguardar la estabilidad cambiaria y la convertibilidad de la moneda a la paridad cambiaria existente.

A partir de la correlación de la *financiarización* en sus dos dimensiones, se resalta que en el comportamiento actual del tipo de cambio en una economía en la periferia, es relevante la combinación entre expansión de la oferta de dinero y crédito mundial, inducidos por la desregulación financiera y la liberalización de los mercados de capitales, y su relación entre una política monetaria local donde el control y combate de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio aparecen como instrumentos relevantes, alentando un entorno macrofinanciero que favorece la preferencia por la liquidez frente a la inversión productiva en algunas de estrategias de manejo de tesorerías de las grandes empresas con origen en México.

El comportamiento actual del tipo de cambio en una economía subdesarrollada abierta y con libre movilidad de capitales, como la nuestra, es el resultado de encadenamientos que se produjeron a partir del momento en que la abundancia de liquidez llevó a que la lógica financiera tomará el lugar de la lógica productiva, para la expansión, de la sustentabilidad y rentabilidad del proceso de acumulación.

# BIBLIOHEMEROGRAFÍA

## CAPITULO 1

Agüera, José Manuel (1994). *FMI: ajuste corporativo versus ajuste estructural*, en El FMI, el Banco Mundial y la economía española, Pirámide, Madrid, págs. 117 – 139.

Amin, Samir (1974). *Los ajustes de la balanza de pagos exteriores de la periferia*, en La acumulación a escala mundial. Crítica de la teoría del subdesarrollo, Siglo XXI, México, págs. 571 – 633.

Aninat, Eduardo (2002). *Cómo enfrentar los desafíos de la globalización*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, marzo, Washinton, D.C, págs. 4 – 7.

Aragonés, Ramón José (1990). *Elección entre tipos de cambios fijos o flotantes: una polémica perenne*, en Economía financiera internacional, Pirámide, Madrid, págs. 73 – 84.

Astarita, Rolando (2007a) *Tipo de cambio en Anwar Shaikh*, documento de trabajo, versión electrónica en [www.rolandoastarita.com](http://www.rolandoastarita.com), consultado el 14 de agosto de 2008.

\_\_\_\_\_ (2007b) *Tipo de cambio: un enfoque alternativo para un país dependiente*, documento de trabajo, versión electrónica en [www.rolandoastarita.com](http://www.rolandoastarita.com), consultado el 14 de agosto de 2008.

\_\_\_\_\_ (2006) *Mercado mundial, tipo de cambio y ley del valor*, en Valor, Mercado Mundial y Globalización, Ediciones Kaicron, Buenos Aires, Argentina, págs. 273 – 305.

Ayhan, K. y Prasad E. (2004). *La liberalización de la cuenta de capital*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, septiembre, Washinton, D.C, págs. 50 – 55.

Appleyard, Dennis R. y Field, Alfred (2003). Economía Internacional, McGraw – Hill, cuarta edición, Bogotá.

Bernstein, E.M. (1971). *Factores estratégicos en la balanza de pagos*, en El sistema monetario y financiero internacional, FMI – BM – CEMLA, México, págs. 1 – 25.

Bajo, Rubio Oscar (2002). *Crisis cambiarias: teoría y evidencia*, en Revista del Sector Exterior Español, (ICE), No. 802, octubre, Madrid, págs. 195 – 207.

\_\_\_\_\_ y Sosvilla, Rivero Simón (1993). *Teorías del Tipo de Cambio: una Panorámica*, en Revista de Economía Aplicada, No. 2, Vol. 1, España, págs. 175 – 205.

Bekerman, Marta (1999). *Flujos de capital, estructura macroeconómica y balance comercial en las economías de América Latina*, en Asociación Argentina de Economía Política, versión electrónica, en

[http://www.aep.org.ar/espa/anales/resumen\\_99/bekerman.htm](http://www.aep.org.ar/espa/anales/resumen_99/bekerman.htm). Fecha de consulta, 25 de abril de 2004.

Bubula, Andrea y Otker-Robe, Inci (2004). “*En defensa de la bipolaridad*”, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, Vol. 41, número 1, marzo, Washinton, D.C, págs. 32 – 35.

Bustelo, Pablo et al., (2000). *Causas de las crisis cambiarias en el Tercer Mundo: deficiencias estructurales y globalización financiera*”, Departamento de Economía Aplicada I, UCM, España.

Calvo A. Guillermo y Reinhart M. Carmen (1999). *Inversión de las corrientes de capital, tipo de cambio y dolarización*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, septiembre, Washinton, D.C, págs. 13 – 20.

Cardero, María Elena (2004). *El Sistema Monetario Internacional actual. Cómo funciona y para quién*, en Enseñanzas y reflexiones económicas. Homenaje a Carlos Roces, Facultad de Economía, UNAM, Plaza y Valdez, págs. 227 – 258.

Carney, Mark (2005). *El nuevo orden monetario internacional*, en Boletín del CEMLA, enero – marzo, Santiago de Chile, págs. 3 – 11.

CEPAL, (2005). *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, CEPAL, Santiago de Chile, diciembre, págs. 42 – 60.

\_\_\_\_\_ (2001). Crecer con estabilidad. El financiamiento del desarrollo en el nuevo conflicto internacional, CEPAL – Alfaomega, México.

Chapoy, Bonifaz Alma (2004). *El Sistema Financiero Internacional*, en Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 49 – 111.

Couharde C. y Mazier J. (2003). *En busca de una mayor estabilidad monetaria. El atractivo de una noción de tipo de cambio de equilibrio*, en Las trampas de las finanzas mundiales, Akal, Madrid, págs. 137 – 156.

Cuadrado, Roura Juan (coordinador) (2001). *Política económica de una economía abierta*, Capítulo trece, en Política Económica. Objetivos e instrumentos, McGrawHill, España.

\_\_\_\_\_ (1995). *El equilibrio externo*, Capítulo once, en Introducción a la Política Económica, McGraw - Hill, Madrid, págs. 361 – 394.

Cuevas, Ahumada, V. Manuel y Torres Maldonado, E. José (2003). *El FMI y la nueva arquitectura financiera mundial*, en Análisis Económico, número 39, Vol. XVIII, tercer cuatrimestre, UAM.

Coates, G. Kenneth (2002). *Aspectos financieros, monetarios y cambiarios de la integración regional actual en América Latina*, en Boletín del CEMLA, Vol. XLVIII, No. 4, págs. 199 – 203.

Coiteux, Martin (1999) *El tipo de cambio real y el problema del ajuste: una síntesis de los tres enfoques clásicos de la balanza de pagos*, en Desarrollo y Sociedad, CEDE, Colombia, págs. 81 – 103.

Cortés, Márquez Gabriel (1998). *Balanza de pagos y tipo de cambio*, en Principios de Economía Política, Ariel – economía, Madrid, págs. 383 – 413.

De Bruhoff (2001). *La inestabilidad monetaria internacional*, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 45 – 72.

Dluhosch B., Freytang A., y Kruger M. (1996). *International Competitiveness and the Balance of Payments. Do current account deficits an surpluses matter?*. Edward Elgar E.U.

Dornbush, Rudiger (1981). *Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, págs. 143 – 185

\_\_\_\_\_ (1993) La macroeconomía de una economía abierta, Antony Bosch, Baecelona.

Eatwell, John y Taylor, Lance (2000), Global Finance at Risk, The New Press, New York.

Edwards Sebastián (1998). *Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences*, en NBER, Working Papers.

\_\_\_\_\_ (1996). *Política comercial, tipo de cambio y crecimiento*, en Reforma, recuperación y crecimiento en América Latina y Medio Oriente, BID, Washinton D.C., págs. 15 – 62.

\_\_\_\_\_ (1995) *Capital controls, exchange rates, and monetary policy in the world economy*, Cambridge University, New York .

Eichegreen, Barry (2005). *Desequilibrios globales y las lecciones de Bretton Woods*, en Desarrollo Económico, Revista de Ciencias Sociales, Vol. 44, No. 176, enero – marzo, Argentina, págs. 619 – 643.

Erturk, Korkut (2003). On the Changing Nature of Currency Crises, CEPA, New School University, New York.

Faruquec, H. (1995). *Long – run determinants of the real exchange rate: a stock – flow perpective*, IMF staff papers, no. 1, vol. 42

Felix David (1998) *La Globalización del Capital Financiero*, Revista de la CEPAL, número extraordinario, Santiago de Chile, págs. 139 – 154.

Félix Jiménez (1998) *Notas sobre la determinación y dinámica del tipo de cambio*, Pontificia Universidad Católica del Perú, versión electrónica en, [www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD158.pdf](http://www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD158.pdf). Fecha de consulta, 15 de abril de 2004.

Feito, José Luis (1994). *La función del FMI en la corrección del desequilibrio exterior de los países miembros*, en El FMI, el Banco Mundial y la economía española, Pirámide, Madrid, págs. 101 – 115.

Fernández, Díaz Andrés, et al., (1999) *El equilibrio de la balanza de pagos*, Capítulo ocho, en Política Económica, McGraw-Hill, segunda edición, Madrid, págs. 221 – 276.

\_\_\_\_\_ (1993). *El equilibrio de la balanza de pagos*, Capítulo catorce, en Curso de Política Económica, AC, segunda edición, Madrid, págs. 421 – 485.

Finkman, Javier (2005). *La insurrección de Bretton Woods. Introducción al debate*, en Desarrollo Económico, Revista de Ciencias Sociales, Vol. 44, No. 176, enero – marzo, Argentina, págs. 601 – 605.

Fleming, Marcus (1974). *Políticas financieras nacionales con tipo de cambio fijo y flotante*, en Financiación Internacional, Tecnos, Madrid.

FMI (1998). *Perspectivas de la Economía Mundial, La Turbulencia Financiera y la Economía Mundial*, FMI, octubre, Washington, D.C.

\_\_\_\_\_, (1997). *Exchange Rate. Arrangement and Economic Performance in Developing Countries*, World Economic Outlook, capítulo IV, IMF, Washington, D.C

García, Arias Jorge (2002). *Economía política de la estabilidad cambiaria*, CES, España.

García, Fernández –Muro Clara (2002). *Regímenes cambiarios en economías emergentes: Algunas ventajas y desventajas*, ponencia presentada en la IV Reunión de Economía Mundial, Coruña, 25 y 26 de abril.

Guzmán, Calafell Javier (1994). *Medición del tipo de cambio real con base en el costo unitario de la mano de obra*, en Comercio Exterior, Vol. 44, núm. 7, julio, México, págs. 596 – 601.

Hafer R. W. (2002). *¿Qué perdura del monetarismo?*, en Monetaria, julio – septiembre, págs. 205 – 242.

Harris, Richard G. (1994) *Le taux de change et la compétitivité internationale de l'économie canadienne*, Conseil économique du Canada, Ottawa.

Harvey T. John (1999). *Enfoque ortodoxos a la determinación de la tasa de cambio: una revisión*, mineo, págs. 1 – 15

Ibarra, A. Carlos (2002). “*Límites de la flotación mexicana*”, en El Trimestre Económico, Vol. LXIX (4), núm. 276, octubre – diciembre, México, págs. 513 – 542.

Jbili, Abdelali y Kramarenko, Vitali (2003). “*OMNA: ¿Tipo de cambio fijo o flotación?*”, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, Vol. 40, número 1, marzo, Washinton, D.C, págs. 30 – 33.

Kregel Jan (2006). *Estabilidad financiera internacional flujos de capital y transferencia neta hacia los países en desarrollo*, en Reforma financiera en América Latina. CLACSO, Buenos Aires, Argentina, págs. 315 – 333.

Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice (2001), “Economía internacional: Teoría y Política”, Pearson, quinta edición, Madrid, España.

Lerena, Luis A. (1994). *Veinte años de cambios flexibles*, en El FMI, el Banco Mundial y la economía española, Pirámide, Madrid, págs. 27 – 51.

Larraín, B. Felipe (2005). “*Flotar o dolarizar: ¿qué nos dice la evidencia?*”, en El Trimestre Económico, Vol. LXXII (1), núm. 285, enero – marzo, págs. 5 – 28.

\_\_\_\_\_ y Velasco Andrés (2000). “*Regímenes cambiarios para economías emergentes*”, en Cuadernos de Economía, Año 37, No. 110, Santiago de Chile, págs. 101 – 137.

Levy Orlik Noemí (2005). *México, cambios institucionales y su efecto sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios*, en Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina, IIEc, FES – Acatlan – UNAM, págs. 391 – 413.

\_\_\_\_\_ (2002). *El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur*, en Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo, FES – Acatlan, UNAM – Porrúa, págs. 319 – 419.

Levich, Richard M. (1985) *Empirical studies of exchange rates: Price behaviour, rate determination and market efficiency*, in Ronald W. Jones y Peter B. Kenen, (edit) Handbook of International Economics, Tomo II, Elsevier Science Publisher, New, York.

Macdonald, Ronald (1995) *Long run exchange rate modeling. A survey of the recent evidence*, in IMF Staff Paper, págs. 423 – 439.

Mántey, De Anguiano Guadalupe (2004). “*Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativas para América Latina*”, Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina, UNAM, IIEc, del 8-10 de noviembre del 2004.

\_\_\_\_\_ (1999). “*Políticas monetarias y cambiarias para el*

*crecimiento con flujos de capital externo volátiles*”, en Comercio Exterior, Vol. 49, núm. 4, abril, México, págs. 445 – 454.

Maurice, D. Levi (1997), Finanzas Internacionales, Capítulos 7 y 10, tercera edición, McGraw Hill, México.

Mendoza, G. Enrique (2004). “*Por qué las economías emergentes deberían renunciar a sus monedas nacionales. La dolarización como un caso de la “sustitución de instituciones”*”, en El Trimestre Económico, Vol. LXXI (1), núm. 281, enero – marzo, México, págs. 7 – 41.

Mundell, Robert (1968). International economics, Mac Millan, Nueva York.

Mussa, Michael, et al. (2000). “*Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*”, IMF Occasional Paper, no. 193, Washington, D.C .

Ontiveros, Emilio et al. (1991) Mercados Financieros Internacionales, Espasa Calpe, Madrid.

Ossa, Scaglia Fernando (2006). *Sistema monetarios nacionales e internacionales*, en Textos Universitarios, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, UCC, Santiago de Chile.

Palazuelos, Manso Enrique (1998). La Globalización Financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX, Síntesis, España.

Pentecost Eric J. (1993). Exchange rate dynamics a modern analysis of exchange rate theory and evidence, Palgrave, New York.

Parguez, Alain (2006). *Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito*, en Confrontaciones monetarias: marxistas y poskeynesianos en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 45 – 59.

Piégay P. y Rochon L. (2006). Teorías monetarias poskeynesianas, Akal, Madrid.

Polar J. Jacques (2002). *Los dos enfoques monetarios de la balanza de pagos: el keynesiano y el johnsoniano*, en Monetaria, enero – marzo, págs. 1 – 27.

Piñero, Santana Rubén (2005). *Los nuevos esquemas cambiarios: ¿solución a la inestabilidad financiera de los países en desarrollo?*, en Aportes, Revista de la Facultad de Economía, BUAP, Año X, No. 28, enero – abril, págs. 67 – 88.

Raffer, Kunibert (2004). *Las instituciones de Bretton Woods y las crisis monetarias y financieras*, en Información Comercial Española, Revista del Ministerio de Economía y Hacienda, ICE, número, 816, julio – agosto, España, págs. 113 –128.

Ray, Canterbury (1971). *Divisas, flujos de capital y política monetaria*, en El sistema monetario y financiero internacional, FMI – BM – CEMLA, México, págs. 27 – 122.

Rhomberg, R. Rudolf (1971). *Movimientos de capital privado y tipos de cambio en países en desarrollo*, en El sistema monetario y financiero internacional, FMI – BM – CEMLA, México, págs. 191 – 221.

Rodríguez, A. Carlos (1994). *El comercio exterior en la encrucijada*, Universidad CEMA, Argentina. Versión electrónica, Working Papers <http://www.cema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/101.pdf>. Fecha de Consulta, 25 de abril de 2004.

Rojo, A. Luis (1994). *Las instituciones de Bretton Woods y la globalización de los mercados financieros*, en El sistema monetario y financiero internacional, FMI – BM – CEMLA, México, págs. 487 – 499.

Rubli, Kaiser F. (1992). *Marco conceptual del enfoque monetario de la teoría de la macroeconomía abierta*, en México hacia la globalización, Diana, México, págs. 295 – 308.

Shaikh, Anwar (2000). *Los tipos de cambio reales y los movimientos internacionales de capital* en Macroeconomía y crisis mundial. Editorial Trotta. España, págs. 93 – 118.

Stein J. (1994). *The natural real exchange rate of the US – dollar and determinants capital flows*, en Institute for International Economics, Washington D.C.

Solomon, Robert (2000). Dinero en Marcha. Granica, Argentina.

Stiglitz, Joseph (2005). *Liberalización de los mercados de capitales, globalización y el FMI*, en Desarrollo Económico, Revista de Ciencias Sociales, Vol. 45, No. 177, abril – junio, Argentina, págs. 3 – 23.

Toporowski, Jan (2002). *Una teoría Kalekiana sobre la dinámica perversa de los tipos de cambio*, en Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo, FES – Acatlan, UNAM – Porrúa, págs. 15 – 34.

Varela, Félix (1994). *La era de Bretton Woods: la experiencia de los tipos de cambios*, en El FMI, el Banco Mundial y la economía española, Pirámide, Madrid, págs. 1 – 25.

Williamson, John (1994). *Estimating equilibrium exchange rates*, in Institute for International Economics, Washington D.C., págs. 1 – 17

# BIBLIOHEMEROGRAFÍA

## CAPITULO II

Aglietta, Michael y Rebérioux, Antoine (2005) *Las regulaciones del capitalismo financiero*, en Noticias de la regulación, núm. 52, abril. Versión electrónica, consultado el 15 de abril 2008 en [http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre\\_regulation/lettrepdf/LR51.pdf](http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR51.pdf)

\_\_\_\_\_ y Moatti, Sandra (2002) El FMI. Del orden monetario a los desórdenes financieros. Akal, Madrid.

\_\_\_\_\_ (2001) *El capitalismo en el cambio de siglo: la teoría de la regulación y el desafío del cambio social*, en new left review, número 7, marzo, Madrid, págs. 36 – 70.

\_\_\_\_\_ (1987) El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional. Siglo Veintiuno, México.

\_\_\_\_\_ (1983). *El capitalismo mundial en los ochentas*, en Cuadernos Políticos, julio – septiembre, núm. 37, México, págs. 15 – 45.

Altamira, César (2006) *La escuela francesa de la regulación*, en Los marxismos del nuevo siglo, Bildos, Buenos Aires, págs. 73 – 93.

Arriola, Joaquin (2000). *Globalización e imperialismo: liberalización financiera y asimetría monetaria*, en La nueva economía política de la globalización, Universidad del País Vasco, Zarautz, págs. 129 – 156.

Arrighi, Giovanni (2007) Adam Smith en Pekín. Orígenes y fundamentos del siglo XXI. Akal, España.

\_\_\_\_\_ y Silver J. Beverly (2001) Caos y orden en el sistema – mundo moderno, Akal, Madrid.

\_\_\_\_\_ (1999) El largo siglo XX. Dinero y poder en los orígenes de nuestra época, Akal, España.

Astarita, Rolando (2008) *Crítica de la tesis de la financiarización*, documento de trabajo, versión electrónica en [www.rolandoastarita.com](http://www.rolandoastarita.com), consultado el 14 de agosto de 2008.

Bellamy, Foster John (2007) *La financiarización del capitalismo*, en 25 años de neoliberalismo, Monthly Review, selecciones en castellano, Hacer Editorial, segunda época, Barcelona, págs. 41 – 54.

Bonnet, R. Alberto (2002) *El fetichismo del capital – dinero. Un comentario sobre el debate Chesnais – Husson*, en Revista Da Sociedade Brasileira de Economía Política,

número 10, junho, Rio de Janeiro, págs. 49 – 79.

Boyer, Robert (2007) Crisis y regímenes de crecimiento: una introducción a la teoría de la regulación, Miño y Dávila, editores, Buenos Aires.

\_\_\_\_\_, Dehove M. y Plihon Dominique (2005) *Las crisis financieras contemporáneas: entre novedad y repetición*, en Noticias de la regulación, núm. 52, abril. Versión electrónica, consultado el 15 de abril de 2008 en [http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre\\_regulation/](http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/)

\_\_\_\_\_. (1999). *Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización*, en Revista de la CEPAL, núm. 69, diciembre, Santiago de Chile, págs. 33 – 51.

\_\_\_\_\_. (1992). La Teoría de la Regulación, Ediciones Alfonso, El Magnánin, Valencia.

Brener, Robert (2007) Breve historia del neoliberalismo, Akal, Madrid

\_\_\_\_\_. (2004) *¿Nueva expansión o nueva burbuja?*, en new left review, Akal, número 25, Madrid, págs. 55 – 96.

Chang, Ha – Joon (2008) *Mission impossible? Can financial prudence go too far?* in Bad Samaritans. The myth of free trade and secret history of capitalism, Bloomsbury, press, New York, págs. 145 – 159.

Chesnais, François (2008) *El fin de un ciclo. Alcance y rumbo de la crisis financiera*, versión electrónica consultada el 2 de marzo de 2008 en [www.iade.ar.com](http://www.iade.ar.com)

\_\_\_\_\_. (2005) “*Doce tesis acerca de la mundialización del capital*”, versión electrónica en <http://laberinto.uma.es/articulosinpublicar/chesnais.htm>

\_\_\_\_\_. (2003), *¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?*, en Las Trampas de las Finanzas Mundiales, Akal, Madrid, págs. 41 – 58.

\_\_\_\_\_. (2003b). *La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenidos, alcance e interrogantes*, en Revista de Economía Crítica, número 1, Valladolid, abril, págs. 37 – 72.

\_\_\_\_\_. (2003c). *Tendencias profundas del imperialismo y realidad de las relaciones políticas mundiales*, en Herramienta, número 23, Buenos Aires.

\_\_\_\_\_. et al. (2002). *¿Una nueva fase del capitalismo?. Tres interpretaciones marxistas*, en La globalización y sus crisis. Interpretaciones desde la economía crítica, Catarata, Madrid, págs. 97 – 121.

\_\_\_\_\_ (2002b). *La “nueva economía”: una coyuntura singular de la potencia hegemónica americana*, en La globalización y sus crisis. Interpretaciones desde la economía crítica, Catarata, Madrid, págs. 43 – 72.

\_\_\_\_\_ (2001). *Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica*, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 279 – 324.

\_\_\_\_\_ (2001b). *La “nueva economía”: una coyuntura favorable al poder hegemónico en el marco de la mundialización del capital*. <http://attac.org/>. Consulta, 20 de octubre 2003.

\_\_\_\_\_ (1999) “*Los peligrosos espejismos de la “relativa funcionalidad de las finanzas”*” en Razón y Revolución No. 5, otoño, versión electrónica en, <http://www.razonyrevolucion.org.ar/textos/revryr/economia/ryr5Chesnais.pdf>

\_\_\_\_\_ (1998). *Los Estados – rentistas dominantes en un sistema capitalista mundial tendencialmente en contradicción*, Ponencia presentada en el Congreso Marx Internacional, del 1 al 3 de octubre, Universidad de Nanterre, París (Multicopiado).

\_\_\_\_\_ y Serfati, Claude (1996) *Notas para una caracterización del capitalismo a fines del siglo XX*”, en Herramienta número 1, Buenos Aires. <http://www.herramienta.org.ar> Consulta, 13 de octubre 2003.

\_\_\_\_\_ (1996b). *La globalización y el estado del capitalismo a fines de siglo*, en Investigación Económica, número 215, enero – marzo, Facultad de Economía – UNAM, págs. 233 – 269.

\_\_\_\_\_ (1994), La mondialisation du capital. Alternatives économiques, primera edición, Syros, Paris.

Conde, Raúl (1984). *La regulación, una teorización intermedia*, en La crisis y los modos de regulación del Capitalismo, en Cuadernos Universitarios, núm. 8, DCSH, Depto. de Economía, UAM – I, págs. 15 – 31.

De Bernis, Destanne Gerard (1999) *Globalidad y sistema monetario internacional*, en Globalidad, crisis y reforma monetaria, IIEc – UNAM, UAM – I, Porrúa, págs. 29 – 48.

\_\_\_\_\_ (1988). El capitalismo Contemporáneo. Nuestro Tiempo, México.

\_\_\_\_\_ (1987) *La crisis y la teoría de las relaciones económicas internacionales*, en Investigación Económica, número 182, octubre – diciembre, Facultad de Economía UNAM, págs. 11 – 35.

\_\_\_\_\_ y Byé, M. (1987b) *F. Perroux: activité, pouvoir, conflit et ... structure*, en Relations économiques internationales, Précis Dalloz, París, págs. 470 – 480.

\_\_\_\_\_ (1982) *Postface*, en Dialogue des monopoles et des nations, Presse Universitaires de Grenoble, Grenoble, págs. 463 – 479.

\_\_\_\_\_ (1978). *Equilibrio y regulación: una hipótesis alternativa y proposiciones de análisis*, en Investigación Económica, Vol. 14, núm. 14, Facultad de Economía, UNAM, págs. 13 – 80.

Duménil G. y Lévy D. (2007). *La ley de las finanzas*, en Crisis y salida de crisis. Orden y desorden neoliberales, Fondo de Cultura Económica, México, págs. 107 – 206.

Dore, Ronald (2000) Capitalismo bursátil: Capitalismo de bienestar: Japón y Alemania versus los anglosajones, Akal, España.

Epstein. G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Edgar . Edgar Edwards. Massachusetts, Elgar: Northhampton, MA.

\_\_\_\_\_ (2001). Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December.

Guerrero, Diego (1996) *Regulacionistas y Radicales*, en Historia del pensamiento económico heterodoxo, capítulo siete, España, págs. 123 – 142.

Gill, Louis (2002) Fundamentos y límites del capitalismo, Trotta, Madrid.

Gowan, Peter (2008) *Crisis en el corazón del sistema*, en new left review, número 7, marzo, Madrid, en págs. 5 – 29.

\_\_\_\_\_ (2000) La apuesta de la globalización. La geoeconomía y la geopolítica del imperialismo euro – estadounidense, Akal, Madrid.

Guttman, Robert (2008) *A primer on finance – led capitalism*, ponencia presentada durante el curso Crisis financiera actual y sus perspectivas, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, 29 y 30 de septiembre.

\_\_\_\_\_ (1994) *La moneda en la teoría de la regulación*, en Noticias de la Regulación, núm. 10, febrero Versión electrónica, consultado el 15 de abril de 2008 en [http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre\\_regulation/](http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/)

Guillén, A. (2007) Mito y Realidad de la Globalización Neoliberal. México, Ed. Miguel Ángel Porrúa. Pp. 34-74

Guillén, Romo Héctor (2005) *Finanzas y trabajo*, en México ante la globalización, Era, México.

Harvey, David (2008) *El neoliberalismo como destrucción creativa*, en versión electrónica en [www.iade.ar.com](http://www.iade.ar.com), fecha de consulta 18 de octubre de 2008.

\_\_\_\_\_ (2007) Breve historia del neoliberalismo, Akal, Madrid.

\_\_\_\_\_ (2003) El nuevo imperialismo. Akal, Madrid.

Keynes J. (1997). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, FCE, México, decimocuarta reimpresión.

Lapavistas, Costas (2009) El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis, Maia ediciones, Madrid.

Plihon, Dominique (2003). *La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera*, en Las trampas de las finanzas mundiales, Akal, Madrid, págs. 23 – 40.

\_\_\_\_\_ (2003b). El Nuevo capitalismo, Siglo XXI, México.

Pollin, Robert (2007) *La resurrección del rentista*, en New Left Review, Akal, número 46, septiembre/octubre, Madrid, págs. 131 – 146.

\_\_\_\_\_ (2004) *El actual estancamiento económico en su perspectiva histórico – mundial*, en new left review, Akal, número 25, Madrid, págs. 55 – 96.

Salama, Pierre (2008) *Financiarización, comportamientos rentistas, volatilidad y nueva tendencia al estancamiento*, en El desafío de las desigualdades, Siglo XXI, México, págs. 38 – 53.

\_\_\_\_\_ (2001). *La financiarización excluyente, las lecciones que brindan las economías latinoamericanas*, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 237 – 278

Serfati, Claude (2008) *Economía política de la mundialización*, en Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad, UAM – I, UABS, Porrúa, México, págs. 31 – 49.

\_\_\_\_\_ (2003). *La dominación del capital financiero: ¿Qué consecuencias?*, en Las trampas de las finanzas mundiales, Akal, Madrid, págs. 59 – 72.

\_\_\_\_\_ (2001) *El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía*, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 165 – 205.

Soria, M. Victor (2000). *Un marco teórico – metodológico para el análisis de largo plazo: el enfoque de la regulación*, en Crecimiento económico, crisis estructural y evolución de la pobreza en México, UAM – I, Plaza Valdes, págs. 31 – 76.

Valenzuela, Feijóo José (2008) *Estados Unidos: ganancias, parasitismo y poder imperial*, en Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad, UAM – I, UABS, Porrúa,

México, págs. 51 – 85.

Vidal, Gregorio (2002). *Empresas Transnacionales, Financiarización, Apertura Económica y Desarrollo*, en “Mundialización, transnacionalización y subdesarrollo. Segunda conferencia internacional red de estudios sobre el desarrollo Celso Furtado”. UNAM - IIEc, UAM – I, UAZ, México, págs. 29 – 55.

Wallerstein, Emmanuel (2002). *¿Mundialización o época de transición?. Una visión de largo plazo de la trayectoria del sistema – mundo*, en La globalización y sus crisis. Interpretaciones desde la economía crítica, Catarata, Madrid, págs. 73 – 96.

## BIBLIOHEMEROGRAFÍA

### CAPITULO III

Alatone, Fierro Manuel (1986). “*La balanza comercial mexicana: componentes y determinantes*”, en Economía Teoría y Práctica, número 9, invierno, UAM, México, págs. 213 – 246.

Ampudia, Márquez Nora C. (2008) *Política monetaria: metas de inflación, empleo y distribución del ingreso*, en Ponencia presentada en el VIII Seminario de Economía Fiscal y Financiera, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, del 1 al 3 de abril, págs. 1 – 30.

\_\_\_\_\_ (2007) *Política monetaria, restricción crediticia y empleo*, en Política Macroeconómicas para países en desarrollo, FES – Acátlan, UNAM, Porrúa, págs. 99 – 138.

\_\_\_\_\_ (2007b) *El efecto del traspaso de la inflación debilidades de la política monetaria e impacto en el mercado laboral*, en Macroeconomía del crecimiento sostenido, Porrúa, UNAM, págs. 60 – 77.

\_\_\_\_\_ (2003) *Treinta años de política monetaria en México: 1970 – 2000*, en Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento, UAM – X, Plaza y Valdés, México, págs. 119 – 162.

Aspe, A. Pedro (1993) El camino mexicano de la transformación económica, FCE, México.

Carstens, G. Agustín y Werner, M. Alejandro (2000) *Política monetaria de México con régimen de tipo de cambio flotante*, en Monetaria, CEMLA, México, págs. 412 – 469.

Chapoy, Bonifaz Alma (2004). *El Sistema Financiero Internacional*, en Eugenia Correa y Alicia Girón (Coordinadoras). Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 49 – 111.

Correa, Eugenia (2008) *Gasto y servicios públicos: Efectos del ajuste estructural*, versión electrónica en [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx), Consultada el 30 de septiembre de 2008.

\_\_\_\_\_ (2007) *Reformas financieras en América Latina. Moneda e instituciones para el desarrollo* en Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado, UAM – I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, Buenos Aires, págs. 111 – 124.

\_\_\_\_\_ (2004). “*Reforma financiera en México*”, en Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 141 – 180.

\_\_\_\_\_ (2004b). “Agotamiento del modelo de reformas en América Latina”, en Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina, UNAM, IIEc, del 8-10 de noviembre del 2004

\_\_\_\_\_ (2001) *La economía mexicana y los mercados financieros internacionales*, en Información Comercial Española, ICE, Revista de Economía, núm. 795, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 87 – 99.

\_\_\_\_\_ (1998). Crisis y desregulación financiera, siglo XXI, México.

Cuevas, Ahumada V. Manuel (2005). *Efectos de la volatilidad cambiaria en la economía mexicana*, en Procesos de integración económica de México y el mundo, UAM – A, EON, págs. 213 – 234.

Das, S. Udaibir (2002). *Los reguladores financieros necesitan independencia*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, diciembre, Washington, D.C, págs. 23 – 25.

Dussel, Peters Enrique (2003). *Efectos de la política monetaria y crediticia en la competitividad del sector manufacturero en México (1990 – 2002)*, en Moneda y régimen cambiario en México, UAM – A, Fundación Friedrich – Ebert, págs. 225 – 245.

Extezarreta, Miren (2000) *La vulnerabilidad de los modelos económicos neoliberales*, en Macroeconomía y crisis mundial, Trotta, Madrid, págs. 177 – 195.

Galbraith, J. (2008) *El colapso de monetarismo y la irrelevancia del nuevo consenso monetario*, en Revista Ola Financiera, número 1, versión electrónica [www.olafinanciera.unam](http://www.olafinanciera.unam), consultada, 5 de noviembre 2008.

Galindo, L. M. y Ros, Jaime (2006) *Banco de México: política monetaria de metas de inflación*, en economíaunam, Vol. 8, No. 9, Facultad de Economía, UNAM, págs. 82 – 88.

Garrido, Celso (2005). *El nuevo orden generado con las reformas económicas de los noventa*, en Desarrollo económico y procesos de financiamiento en México, UAM – A, Siglo XXI, págs. 75 – 95.

Girón, Alicia (2007) *Financiamiento del desarrollo. Endeudamiento externo y reformas financieras*, en Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado, UAM – I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, Buenos Aires, págs. 125 – 1.

\_\_\_\_\_ (2006). *Poder y moneda: discusión inconclusa*, en Confrontaciones monetarias: marxistas y poskeynesianos en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 29 – 44.

\_\_\_\_\_ (2005). *La moneda: un debate contemporáneo*, en Problemas del desarrollo, Vol. 36, No. 142, julio – septiembre, IIEc – UNAM, págs. 127 – 142.

Goicochea F. Julio (2004). *Tipo de cambio real y comercio exterior en México*, en La economía mexicana bajo la crisis de Estados Unidos, UAM – I, Porrúa, México, págs. 155 – 172.

\_\_\_\_\_ (2000). *Induciendo una recesión: la apertura financiera en Corea del Sur*, en De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático, UNAM, págs. 321 – 343.

Guillén, Romo Arturo (2007) *Globalización neoliberal y nueva economía*, en Mito y realidad de la globalización neoliberal, UAM – I, Porrúa, México, págs. 35 – 74.

\_\_\_\_\_ (2001). *México; régimen cambiario e integración en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte*, en México y la economía mundial: análisis y perspectiva, UAM – I, Porrúa, págs. 59 – 75.

\_\_\_\_\_ (2000). México hacia el siglo XXI: Crisis y modelo económico alternativo. UAM – Plaza y Valdés, México.

\_\_\_\_\_ (1998). “*Política cambiaria y desarrollo*”, en Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 6, junio, México, págs. 487 – 494.

Guillén Romo, Héctor (1998). “*Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina*”, en Comercio Exterior, Vol. 48, número 6, junio, México, págs. 501 – 511.

\_\_\_\_\_ (1997) *Globalización financiera y riesgo sistémico*, en Comercio Exterior, Vol. 47, número 11, noviembre, México, págs. 870 – 880.

Karacadag, Cem et al., (2004). *De un tipo de cambio fijo a uno flotante: no hay nada que temer*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, diciembre, Washington, D.C, págs. 20 – 25.

Huerta, Heliana M. y Chávez, María F. (2003) “*Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años*”, en Análisis Económico, núm. 37, Vol. XVIII, primer semestre, UAM, págs. 55 – 80.

Huerta, G. Arturo (2007) *La estabilidad nominal cambiaria como freno a la dinámica económica*, en Política Macroeconómicas para países en desarrollo, FES – Acátlan, UNAM, Porrúa, págs. 181 – 206.

\_\_\_\_\_ (2006) *La política de estabilidad nominal cambiaria*, en Por qué no crece la economía mexicana y cómo puede crecer, Diana, México, págs. 1 – 41.

Huang, H. y Kal Wajid S. (2002). *Estabilidad financiera en el mundo de las finanzas*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, marzo, Washington, D.C, págs. 13 – 16.

Ibarra, Puig (2008) *Política económica en la globalización. El manejo del tipo de cambio en México, 1976 – 2006*, en Análisis Económico, núm. 54, vol. XXIII, Tercer cuatrimestre, UAM – A, DCSH, págs. 103 – 129.

Lane R. Philip y Milesi – Ferratti Gian M. (2005) *Tipos de cambio y ajuste exterior: ¿importa la globalización financiera?*, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 141 – 152.

León, León Josefina (2007) *La estabilidad macroeconómica en México y el papel del mecanismo de transmisión de la política monetaria*, en Revista Análisis Económico, UAM – A, DCSH, tercer cuatrimestre, Vol. XXII, No. 51, págs. 29 – 58.

\_\_\_\_\_ (2004). *La política monetaria en México bajo un régimen de tipo de cambio flexible*, en El nuevo milenio mexicano, UAM – A, EON, México, págs. 115 – 156.

Levy, Orlik Noemí (2002). *Efectos del dinero sobre el proceso económico*, en La realidad económica actual y las corrientes teóricas de sus interpretación: un debate inicial, IIEc – UNAM, Porrúa, págs. 455 – 475.

López, V. Antonia (2003). *La evolución del tipo de cambio en México, 1950 – 2002*, Mineo, págs. 1 – 17.

López, González Teresa S. (2007) *El carácter inestable del crédito y la intervención del Banco Central en el enfoque de Ralph G. Hawtrey: lecciones de política monetaria para México*, en Política Macroeconómicas para países en desarrollo, FES – Acátlan, UNAM, Porrúa, págs. 339 – 376.

\_\_\_\_\_ (2007b) *Política monetaria y cambiaria en México: del ancla nominal a la flotación sucia*, en Macroeconomía del crecimiento sostenido, Porrúa, UNAM, págs. 131 – 153.

Loria, Díaz Eduardo (2003). *La integración monetaria o como desatar el nudo gordiano del crecimiento de México*, en Moneda y régimen cambiario en México, UAM – A, Fundación Friedrich – Ebert, págs. 247 – 274.

\_\_\_\_\_ (2001). *La restricción externa dinámica al crecimiento de México, a través de las propensiones del comercio: 1970 – 1999*, en Estudios Económicos, Vol. 11, No. 2, julio – diciembre, COLMEX, págs. 227 – 251.

Lichtensztein, Samuel (2008) *Las nuevas políticas económicas en América Latina: reflexiones y balance*, en Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, Vol. LXVII, número 265, julio – septiembre, págs. 189 – 200.

\_\_\_\_\_ (1983). *América Latina en la dinámica de la crisis financiera internacional*, en Minian, Isaac (editor) Transnacionalización y periferia semiindustrializada, Tomo I, CIDE, México. Págs. 163 – 187.

\_\_\_\_\_ (1982). *Enfoques y categorías de la política económica*, en Lecturas de política económica, División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía, UNAM, págs. 15 – 49.

Mateo Tomé J.P. (2007) *Crisis, política monetaria y tipos de interés: fuentes del neoliberalismo y la financiarización*, en Ponencia presentada en el Congreso Marx Internacional V, Paris (Sobornne) et Nanterre (Universite Paris – X), 3 au 6 de noviembre.

Mantey de Anguiano Guadalupe (2005). *Salarios dinero e inflación en economías periféricas: un marco teórico alternativo para la política monetaria*, en Inflación, crédito y salario: nuevos enfoque de política monetaria para mercados imperfectos, FES – Acatlan, UNAM, págs. 69 – 99.

\_\_\_\_\_ (2007b) *Políticas de banca central para el crecimiento sostenido con estabilidad de precios*, en Macroeconomía del crecimiento sostenido, Porrúa, UNAM, págs. 49 – 59.

\_\_\_\_\_ (2005) *Salarios, dinero e inflación: un marco teórico alternativo para la política monetaria*, en Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoque de política monetaria para mercados imperfectos, FES – Acatlan, UNAM, México, págs. 69 – 99.

\_\_\_\_\_ (2004) *Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativas para América Latina*, Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina, UNAM, IIEc, del 8-10 de noviembre del 2004.

Martinez, Trigueros Lorenza (2005). *La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria*, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, No. 821, Madrid, págs. 11 – 29.

Martinez, L. y Sánchez, O. y Werner, A. (2001) *Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México*, en Banco de México, Serie de Documentos de Investigación, núm. 2001 – 2. Dirección General de Investigación Económica, marzo.

Martínez, Trigueros Lorenza (2005) *La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria*, en ICE, marzo – abril, núm. 821, págs. 11 – 29.

Mariña, Abelardo (2003). *Crisis estructural capitalista y globalización neoliberal: una perspectiva desde México*, en Estado versus Mercado: ¿ruptura o nueva forma de regulación?, UAM – X, Porrúa, México, págs. 139 – 156.

Moreno – Brid, Juan Carlos (2002). “*Liberalización comercial y la demanda de importaciones en México*”, en Investigación Económica, Vol. LXII, núm. 240, abril – junio, Facultad de Economía, UNAM, págs. 13 – 50.

\_\_\_\_\_ (1998b). “*México: disponibilidad de divisas y crecimiento*”

*económico*”, en Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 9, septiembre, México, págs. 695 – 703.

Nieto, Parra Sebastián (2005). *Estabilidad del sistema financiero y regulación de capital: el caso de los países Latinoamericanos*, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 109 – 121.

Ortiz, Etelberto (2007) *Meta inflacionaria, política monetaria y la regla incoherente de “el Subastador Tiránico”*, en Política Macroeconómicas para países en desarrollo, FES – Acátlan, UNAM, Porrúa, págs. 61 – 98.

\_\_\_\_\_ (2007b) Políticas de cambio estructural en la economía mexicana. Evaluación y perspectiva para un nuevo proyecto de nación, UAM – X, Colección Teoría y Análisis.

\_\_\_\_\_ (2003). “*El subastador tiránico y las limitaciones de los postulados de estabilidad macroeconómica*”, en ponencia presentada en el Congreso de Investigación Departamental, del 6 al 8 de noviembre, UAM – X.

Palazuelos, Manso Enrique (2001). “*Desequilibrio externo y crecimiento económico en México. Una perspectiva de largo plazo*”, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 9 – 36.

Perrotini, Hernández Ignacio (2007) *Banca Central, Metas de Inflación y Tipos de Cambio en México*, Mimeografiado. Documento para discusión de la Maestría en Economía, Facultad de Economía, UNAM, México, págs. 1 – 27.

\_\_\_\_\_ (2007b) *Inflación, Tipo de Cambio y Regla de Taylor en México 1983 – 2006*, Mimeografiado. Documento para discusión de la Maestría en Economía, Facultad de Economía, UNAM, México, págs.

\_\_\_\_\_ (2007c) *El nuevo paradigma monetario*, en economíaunam, Vol. 14, núm.11, Facultad de Economía, UNAM, págs. 64 – 81.

\_\_\_\_\_ y López, Julio (2006) *On floating exchange rates, currency depreciation and effective demand*, in Offprint of Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. LIX – No. 238 – September, p.p. 221 – 242.

\_\_\_\_\_ y Vázquez M. Juan (2005). *Política monetaria y actividad económica*, Mimeo. Documento para discusión de la Maestría en Economía, Facultad de Economía, UNAM, México págs. 1 – 31.

Puyana, Ferreira Jaime (2002), *Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios, y controles de capital: Su impacto en la política económica*, en Anuario. Departamento de Economía, 2000 – 2001, UAM-I, México, págs. 65 - 85.

Reinhart M. Carmen y Raymond, R. Vicent (2002). *Una banda cambiaria en el G – 3, ¿es lo mejor para los mercados emergentes*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del

FMI, marzo, Washinton, D.C, págs. 20 – 25.

Ros, Jaime (2001) *Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa*, en Crisis financieras en países “exitosos”, CEPAL – Mc Graw Hill, Santiago de Chile.

\_\_\_\_\_ (1995). *La crisis mexicana y la reforma de la política macroeconómica en Pensamiento Iberoamericano*. Revista de Economía Política, núm. 27, enero – junio, Madrid, págs. 153 - 162.

Rogoff, S. Kenneth (2002). *Los controles de capital, ¿cuándo debemos mantener un criterio amplio?*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, diciembre, Washinton, D.C, págs. 52 – 55.

Szapáry, Gyorgy (2001). *La selección del régimen cambiario en los países candidatos a ingresar en la UEM*, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, junio, Washinton, D.C, págs. 26 – 30.

Turret, Diaz Eduardo (2004). *México: la política cambiaria y sus opciones una visión histórica*, en El nuevo milenio mexicano, UAM – A, EON, México, págs. 157 – 203.

Vidal, Gregorio (2008) *Empresas transnacionales, inversión extranjera directa y financiamiento de la inversión en México*, en Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad, UAM – I, UABS, Porrúa, México, págs. 89 – 121.

\_\_\_\_\_ (2007). *La expansión de las empresas transnacionales y la profundización del subdesarrollo. La necesidad de construir una alternativa para el desarrollo*, en Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado, UAM – I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, Buenos Aires, págs. 65 – 82.

\_\_\_\_\_ (2005). “*Expansión de las empresas transnacionales y profundización del subdesarrollo: ¿cómo construir una alternativa al desarrollo?*”, en Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Económico Celso Furtado, versión electrónica, [www.redcelsofurtado.org](http://www.redcelsofurtado.org). Consulta marzo de 2005.

\_\_\_\_\_ (2004). *América Latina: Banca, mercados de capital y determinación externa del crédito*, Mimeo, Departamento de Economía, UAM – I.

\_\_\_\_\_ (2004b). “*Deuda externa, crédito e inestabilidad económica: la lógica de los mercados internacionales de capital, el problema de la deuda externa y el bloqueo de las condiciones de desarrollo*”, en Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Económico Celso Furtado, versión electrónica, [www.redcelsofurtado.org](http://www.redcelsofurtado.org). Consulta noviembre de 2004.

\_\_\_\_\_ (2003). “*La contracción económica en Estados Unidos, los mercados financieros y los flujos internacionales de capital: los multiplicadores de la inestabilidad.*”

Rozo, Carlos. Capital global e integración monetaria. UAM – INTAM, Porrúa; México 63 – 110.

\_\_\_\_\_ (2002). *Empresas Transnacionales, Financiarización, Apertura Económica y Desarrollo*, en “Mundialización, transnacionalización y subdesarrollo. Segunda conferencia internacional red de estudios sobre el desarrollo Celso Furtado”. UNAM - IIEc, UAM – I, UAZ, México, págs. 29 – 55.

\_\_\_\_\_ (1986). “*Las transformaciones del capital financiero en la crisis*”, en varios autores, La crisis financiera, Nuestro Tiempo, México, págs. 27 – 54.

Villareal, René (1974). “*El desequilibrio externo en el crecimiento económico de México*”, en El Trimestre Económico, Vol. XLI (4), núm. 164, octubre – diciembre, México, págs. 775 – 810

## BIBLIOHEMEROGRAFÍA

### CAPITULO IV

Aglietta, Michael y Rebérioux, Antoine (2005) *Las regulaciones del capitalismo financiero*, en Noticias de la regulación, núm. 52, abril. Versión electrónica, consultado el 15 de abril 2008 en [http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre\\_regulation/lettrepdf/LR51.pdf](http://webu2.upmf-grenoble.fr/regulation/Lettre_regulation/lettrepdf/LR51.pdf)

Alfa (2008) *informe anual, 2007*

Brealey, A. Richard, Myers, C. Stewart y Allen, Franklim (2006) Principios de finanzas corporativas, Mc Graw Hill, España.

Bernis, Destanne Gerard (1999) *Globalidad y sistema monetario internacional*, en Globalidad, crisis y reforma monetaria, IIEc – UNAM, UAM – I, Porrúa, págs. 29 – 48.

\_\_\_\_\_ (1988). El capitalismo Contemporáneo. Nuestro Tiempo, México.

Cemex (2008) *informe anual, 2007*

CEPAL (2001), *Informe anual 2000*, publicación electrónica, Bolsa Mexicana de Valores, México.

Chesnais, François (2003), *¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?*, en Las Trampas de las Finanzas Mundiales, Akal, Madrid, págs. 41 – 58.

\_\_\_\_\_ y Serfati, Claude (1996) *Notas para una caracterización del capitalismo a fines del siglo XX*”, en Revista Herramienta número 1, Buenos Aires. Versión electrónica <http://www.herramienta.org.ar> Consulta, 13 de octubre 2003.

\_\_\_\_\_ (2001). Mundialización financiera y vulnerabilidad sistémica, en La mundialización financiera. Génesis, costos y desafíos, Losada, Buenos Aires, págs. 279 – 324.

Correa, Eugenia (2008) *Gasto y servicios públicos: Efectos del ajuste estructural*, Revista Electrónica, Ola Financiera, número 1, UNAM en [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx).

Delgado, Wise y del Pozo Mendoza (2008) *Minería, Estado y gran capital en México*, en Mundialización, transnacionalización y subdesarrollo, II conferencia internacional red de estudios sobre el desarrollo Celso Furtado, UAM, UNAM y UAZ, págs. 203 – 230.

Economática, información electrónica. *Centro de información especializada*, Hemeroteca de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.

Emery, Douglas R, Finnerty D. John (2000) Administración financiera corporativa, Pearson Educación, México.

Emisnet (2008) *información electrónica*, de las emisoras que cotizan en Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Economía, información electrónica. *Centro de información especializada*, Hemeroteca de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.

Eiteman, K. David; Stonehill, I. Arthur y Moffett, H. Michael (2000) Las finanzas en las empresas multinacionales, Pearson Educación, México.

FEMSA (2008) *informe anual*, 2007

Gruma (2008) *informe anual*, 2007

Grupo Bimbo (2008) *informe anual*, 2007

Grupo Carso (2008) *informe anual*, 2007

Grupo México (2008) *informe anual*, 2007

IXE (2008) *Resultados 3T08, sector cemento, Cemex, Grupo Financiero IXE*, en [www.ixe.com](http://www.ixe.com)

Lapavistas, Costas (2009) El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis, Maia ediciones, Madrid.

Lichtensztein, Samuel (2008) *Las nuevas políticas económicas en América Latina: reflexiones y balance*, en Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, Vol. LXVII, número 265, julio – septiembre, págs. 189 – 200.

Martínez, Bobillo Alfredo (1995) Empresas multinacionales. Estructura organizativa y función financiera, Universidad de Valladolid.

Ortega, Castro Alfonso (2008) Introducción a las finanzas, segunda edición, Mc Graw Hill, México.

Parguez, Alain (2006) *Moneda y capitalismo: la teoría general del circuito*, en Confrontaciones monetarias: marxistas y post – keynesianos en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 45 – 59.

Plihon, Dominique (2003). *La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera*, en Las trampas de las finanzas mundiales, Akal, Madrid, págs. 23 – 40.

Santiso, Javier (2008) *La emergencia de las multilaterales*, en Revista de la Cepal, número 95, Santiago de Chile, págs. 7 – 30.

Velázquez, Vadillo Fernando (2000) *La estructura de financiamiento de las empresas industriales en México*, en Empresas mexicanas ante la globalización, IIEc – UNAM, Porrúa, México, págs. 125 – 189.

Vidal, Gregorio (2009) *Capitalismo rentista y otras historias*, en Revista Electrónica, Ola Financiera, número 2, enero – abril, UNAM, en [www.olafinanciera.unam.mx](http://www.olafinanciera.unam.mx)

\_\_\_\_\_ (2008) *Empresas transnacionales, inversión extranjera directa y financiamiento de la inversión en México*, en Globalización y regionalismo: economía y sustentabilidad, UAM – I, UABS, Porrúa, México, págs. 89 – 121.

\_\_\_\_\_ (2007). *La expansión de las empresas transnacionales y la profundización del subdesarrollo. La necesidad de construir una alternativa para el desarrollo*, en Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado, UAM – I, CLACSO, Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado, Buenos Aires, págs. 65 – 82.

\_\_\_\_\_ (2006) *América Latina: banca, mercados de capital y determinación externa del crédito*, en Reforma financiera en América Latina, CLACSO, Buenos Aires, págs. 47 – 66.

\_\_\_\_\_ (2004). *América Latina: Banca, mercados de capital y determinación externa del crédito*, Mimeo, Departamento de Economía, UAM – I.

\_\_\_\_\_ (2004a) *El crecimiento por medio de la exportación de manufacturas, el avance de la reforma económica y las grandes empresas*, en México en la región de América del Norte. Problemas y perspectivas, UAM – I, INTAM, Porrúa, México, págs. 53 – 78.

\_\_\_\_\_ (2003). “*La contracción económica en Estados Unidos, los mercados financieros y los flujos internacionales de capital: los multiplicadores de la inestabilidad.*” Rozo, Carlos. Capital global e integración monetaria. UAM – INTAM, Porrúa; México 63 – 110.

\_\_\_\_\_ (2002). *Empresas Transnacionales, Financiarización, Apertura Económica y Desarrollo*, en “Mundialización, transnacionalización y subdesarrollo. Segunda conferencia internacional red de estudios sobre el desarrollo Celso Furtado”. UNAM - IIEc, UAM – I, UAZ, México, págs. 29 – 55.

\_\_\_\_\_ (2001). Privatizaciones, fusiones y adquisiciones: las grandes empresas en América Latina, primera edición, Ánthropos, Barcelona.

Vitro (2008) *informe anual, 2007*