



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**FONDOS DE COBERTURA EN MÉXICO, ¿CÓMO
CUBRIRSE DEL RIESGO CAMBIARIO?, 2005 - 2008**

T E S I N A

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA
ERIKA CRUZ ALVARADO

ASESOR: LIC. ISAÍAS MORALES NÁJAR



CIUDAD UNIVERSITARIA

MAYO 2010



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Por fin: ¡¡¡Los Agradecimientos!!!

Con cariño a todas y cada una de las personas que me han acompañado y que han contribuido a la conclusión de este capítulo, en especial a papá y mamá.

A mi asesor, el Profesor Isaías Morales Nájjar, por todo el apoyo, la paciencia y, sobre todo, por los ánimos dados durante todo el proceso.

A mi Jurado, por la confianza inspirada, los valiosos comentarios y la oportunidad brindada.

*A todos ellos: **GRACIAS***

Fondos de cobertura en México ¿cómo cubrirse del riesgo cambiario? 2005 – 2008

INDICE

Capítulo I Sobre el Riesgo País

- 1.1 Globalización financiera y riesgo
- 1.2 Riesgo País: concepto e importancia
- 1.3 Factores o variables consideradas y que influyen en el RP
- 1.4 ¿Quiénes y cómo miden el RP?
 - 1.4.1 Índices
 - 1.4.2 Calificaciones

Capítulo II Importancia económica del tipo de cambio

- 2.1 Definición e importancia económica del tipo de cambio
- 2.2 Factores que influyen en el tipo de cambio
- 2.3 Medición del tipo de cambio teórico
 - 2.3.1 Teoría Paridad Poder Adquisitivo
 - 2.3.2 Paridad tipos de interés
 - 2.3.3 Tipo de Cambio Real
- 2.4 Riesgo Cambiario
- 2.5 Mercado cambiario. El tipo de cambio como activo financiero
 - 2.5.1 Participantes
 - 2.5.2 ¿Cómo funciona el mercado Forex?
- 2.6 Implicaciones económicas de los movimientos ascendentes o descendentes del tipo de cambio.
 - 2.6.1 Devaluación
 - 2.6.2 Apreciación cambiaria

Capítulo III Riesgo País para el caso mexicano

- 3.1 Régimen cambiario en México, 2005 – 2008
- 3.2 Evaluación del desempeño económico mexicano, 2005 – 2008
 - 3.2.1 Antecedentes
 - 3.2.2 Evolución reciente de los fundamentales de la economía, 2005 – 2008
 - 3.2.3 A manera de conclusión y para entender el Riesgo Cambiario
- 3.3 El Riesgo País desde la perspectiva del riesgo cambiario
 - 3.3.1 Política monetario - cambiaria en México
 - 3.3.2 Riesgo cambiario en México 2005 – 2008
- 3.4 El peso mexicano, ¿sobre o subvaluado?

- 3.4.1 Comportamiento reciente: sobrevaluación
- 3.4.2 Situación actual: el peso en caída libre, depreciación
- 3.4.3 Situación real del peso según la teoría de PPA

Capítulo IV Fondos de Cobertura en México, ¿Cómo cubrirse del riesgo cambiario, 2005 - 2008?

- 4.1 Cómo se constituye y opera un Fondo de Inversión en México
- 4.2 Situación actual del mercado de Fondos en México
- 4.3 Fondos de Cobertura en México
- 4.4 Ejemplos de Fondos de cobertura en México
 - 4.4.1 En Dólares
 - 4.4.2 En Euros
 - 4.4.3 En Pesos Mexicanos
- 4.5 ¿Expectativas de rentabilidad o cobertura?
- 4.6 Deficiencias del modelo

Conclusiones y recomendaciones

Bibliografía.

Introducción

La economía mexicana es quizá una de las economías, al menos en América Latina, más complejas y desorganizadas que hay. Son muchos los factores, tanto internos como externos, que a ello contribuyen, esta situación se vió agravada con la inserción de nuestro país en la economía mundial sin estar lo suficientemente preparada.

En el presente documento tomo como eje al Tipo de Cambio para tratar de entender el comportamiento de la economía mexicana en el marco de la globalización financiera, en la cual es precisamente la moneda uno de los medios de transmisión económica más importante por estar estrechamente relacionada con el resto de los fundamentales macroeconómicos internos.

Nuevamente, en el marco de la globalización financiera cobra mucha importancia la percepción que de un país se tenga, pues en gran medida, de ella depende el crecimiento de tal país y sus relaciones con el resto de las economías. Es por ello que considero al Riesgo País como una buena referencia para entender lo anterior por la importancia que últimamente ha cobrado y todo lo que una buena o mala calificación puede ocasionar.

El presente documento está dividido en cuatro capítulos. El Capítulo 1 describe la importancia de la globalización financiera y una de las principales herramientas de las que ésta se ha valido para tomar la decisión de ingresar o no a un país: la calificación Riesgo País. Aquí se describirán qué elementos son los que las agencias calificadoras consideran para evaluar la viabilidad económica o no de una país para obtener buenos rendimientos, cómo califican y qué otros elementos no económicos consideran para poder emitir una recomendación al mundo.

El Capítulo 2 sirve para entender la importancia económica del Tipo de Cambio, cómo es que éste se explica, determina y relaciona con el resto de las variables macroeconómicas, ello a partir de algunas de las principales teorías económicas.

Al mismo tiempo, intento dimensionar al Tipo de Cambio, no sólo como variable macroeconómica, sino también como activo financiero y como un indicador de la solidez de una economía en general, ejemplificándolo a través de la devaluación – apreciación cambiaria.

En el Capítulo 3 se describe brevemente la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas mexicanas y su interrelación, con el fin de entender e ilustrar la situación actual de nuestra moneda. Del mismo modo, de lo que se trata es de relacionar con la estabilidad económica y financiera variables como: ingreso, empleo, productividad, balanza comercial, balanza de pagos, inflación, etc. Es decir, se trata de conocer cuál es la capacidad de pago de un país, cuál es su capacidad para generar las divisas necesarias para mantener sus relaciones comerciales con el exterior, así como para sostener el valor de la moneda. En conjunto, para que todo ello haga lo suficientemente atractivo a un país e inversionistas nacionales y extranjeros decidan invertir aquí. Esto también desde el punto de vista del Riesgo País para llegar a determinar el Riesgo Cambiario implícito.

Finalmente, en el Capítulo 4 se ilustran los capítulos anteriores con el comportamiento de los Fondos de inversión que invierten sólo en activos financieros denominados en pesos mexicanos frente a aquellos en dólares y en euros, mostrando la preferencia de los inversionistas en diferentes momentos, especialmente en situación de crisis e incertidumbre. En el mismo, será curioso observar que los inversionistas buscan tanto obtener cobertura como maximizar sus rendimientos al “apostar” en contra de la economía nacional. En este mismo apartado se hace una reflexión sobre cómo es que el actual Modelo Económico no ha dado respuesta a los requerimientos reales del país creando un círculo vicioso de no fácil solución.

Por tanto, se concluye que, efectivamente diversos indicadores económicos, financieros y sociales revelan que la economía mexicana ha mostrado una degradación de su calidad crediticia, lo cual repercute en la depreciación de los activos denominados en pesos, provocando que inversionistas busquen activos en otras monedas fuertes o se refugien en fondos de cobertura cambiaria o instrumentos de cobertura cambiaria.

Planteamiento del Problema

Todas las naciones enfrentan la posibilidad de experimentar un riesgo de cambio en su moneda nacional a consecuencia de diversos factores de comportamiento de las llamadas variables fundamentales de una economía: crecimiento económico y productividad, inflación y políticas económicas y sector externo de la economía. Los diversos agentes económicos de una sociedad se interesan –o deberían interesarse- por el comportamiento de dichas variables, pues reflejan lo que se considera el riesgo de que una nación incurra en la llamada posibilidad de incumplimiento de sus obligaciones con el exterior, o en la degradación de su calidad financiera frente al exterior o en el quebrantamiento de su estabilidad económica y financiera interna. Dentro de los elementos de preocupación de dichos agentes económicos se encuentra la expectativa de que también se detone el llamado riesgo de cambio, es decir la alteración en el precio de una moneda frente a otras, con sus repercusiones positivas o no en el valor de sus activos y pasivos.

Usualmente las naciones en desarrollo, entre ellas México, han experimentado recurrentes problemas de vulnerabilidad en sus economías (Riesgo País) con repercusiones adversas para su tipo de cambio, razón por la cual han vivido continuas devaluaciones en sus monedas. Como respuesta a esta situación, esas naciones han ofrecido diversas respuestas para minimizar el riesgo de cambio, entre las cuales destacan las llamadas coberturas cambiarias en el mercado de derivados y la conformación de Fondos de Cobertura. En el caso de México, aunque durante los últimos años, su paridad cambiaria frente al dólar ha mostrado una relativa estabilidad, el riesgo de cambio frente a esas divisas u otras del mercado mundial es una constante, razón por la cual los agentes económicos recurren en forma sistemática a buscar opciones de cobertura en el mercado. Dentro de estas estrategias se encuentra la creación de los llamados Fondos de Cobertura.

Así, consideramos que diversos indicadores económicos, financieros y sociales revelan que la economía mexicana se perfila hacia una degradación de su calidad crediticia, lo cual repercutirá en la depreciación de sus activos denominados en pesos, obligando a los inversionistas a buscar activos en otras monedas fuertes o a refugiarse en fondos de cobertura cambiaria o instrumentos de cobertura cambiaria, ya que la relativa estabilidad que durante los últimos años mostró la paridad cambiaria del peso mexicano frente al dólar no lo fue frente a otras monedas internacionales como por ejemplo el Euro, revelando las debilidades de la economía mexicana y la subsunción monetaria del país en la órbita del dólar.

Metodología

En esta investigación se consideran los diversos criterios que se aplican para evaluar el riesgo país, en particular el riesgo de cambio, con el propósito de evaluar la capacidad económica de México para sustentar o no el crecimiento económico, la generación de recursos financieros en divisas y la estabilidad financiera que garantice las inversiones en activos financieros denominados en pesos. De no garantizar un modelo económico sustentable, se considera que el país afrontará las posibilidades de una degradación crediticia expresada o no en una calificación, pero que en el enfoque del inversionista se manifestará en su preferencia por adquirir activos financieros en moneda nacional u otras monedas, de tal forma que su preferencia se traducirá en salida o ingreso de capitales y por ende, en depreciación o apreciación del tipo de cambio.

En esta línea se procede a evaluar las variables económicas y financieras que afectan el llamado riesgo país. Se hace especial referencia al tipo de cambio, su interpretación y los factores que afectan su estabilidad.

El estudio se dedicará a una etapa histórica de la economía mexicana de 2005 a 2008, que por cierto revela la tendencia al deterioro en el comportamiento del modelo de crecimiento económico y a la rápida depreciación del tipo de cambio.

Capítulo I Sobre el Riesgo País

1.1 Globalización financiera y riesgo

Entendemos por globalización al proceso mediante el cual aumenta la interacción internacional y entre sí de ideas, información, capital, bienes y servicios, y, en menor medida, de personas. Aunque económicamente es un concepto relativamente nuevo dicho proceso avanza a pasos agigantados encaminándose a la configuración de una economía mundial y a la estructuración del mundo como un todo. Proceso especialmente marcado desde los años ochenta cuando en diversos países comenzaron a implementarse políticas de liberalización, desregulación, políticas de ajuste, reformas estructurales, entre otras; orientadas a facilitar el intercambio comercial y financiero, así como a recuperar la confianza en el resto del mundo. En especial dos factores tuvieron un fuerte efecto para facilitar el proceso de integración a escala mundial: el progreso tecnológico y la liberalización generalizada de los mercados.

Entre otros aspectos, el inevitable fenómeno de la globalización ha favorecido y acentuado de manera particular la globalización financiera, promovida básicamente por la disminución de controles y restricciones a los movimientos internacionales de capital, mismos que estimulan el crecimiento de centros financieros e innovación de productos financieros que disminuyan el riesgo. De la globalización financiera podemos encontrar antecedentes en el proceso de internacionalización que desde la década de los setenta ha experimentado el capital financiero, impulsado por hechos como la desaparición del sistema monetario internacional de Bretton Woods, reciclaje de petrodólares, desestabilización del mercado de materias primas y el surgimiento de nuevas formas de competencia entre instituciones financieras en países industrializados¹.

Dadas estas nuevas situaciones de competencia y con el objeto de diversificar pasivos, disminuir costos y buscar nuevas formas de manejar el riesgo, los países desarrollados, y detrás de ellos sus grandes capitales, presionaron para la paulatina eliminación de barreras de diversos mercados locales para propiciar la interacción de los mercados monetarios y financieros entre sí y, al mismo tiempo, con los mercados internacionales que aseguraran la libre movilidad de los capitales para buscar más oportunidades de inversión y expansión.

El libre movimiento de capitales y la competencia entre ellos también se ha ampliado gracias a las innovaciones tecnológicas y de comunicación que, al permitir servicios financieros más rápidos, flexibles y seguros posibilitan la modernización de productos financieros, es decir, productos que en su mayoría están orientados a la obtención de ganancias de corto plazo².

En un contexto de creciente interacción económica donde observamos importantes aumentos en las transacciones financieras internacionales, una marcada competencia entre países para captar ahorro

¹ LOZANO, Eduardo. "*La reforma financiera en América Latina*", Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1ra. ed., México 1993. Pág. 16.

² El capital financiero, en su mayoría especulativo, ha propiciado una rápida valorización de los activos financieros por encima de las condiciones de rentabilidad y productividad de las empresas y de las economías, se convierte en diferentes modalidades de burbujas especulativas que en su estallido provocan crisis en la economía real y sus efectos se distribuyen de manera desigual.

externo y el mayor peso que el sector financiero ha alcanzado para determinar o influir en la economía real o productiva, adquiere cada vez mayor importancia para los países exportadores de capital conocer las características económicas del país receptor de dicho capital e identificar los elementos que podrían afectar el buen comportamiento del mismo y dificultar la recuperación del capital y su respectivo rendimiento; al mismo tiempo, se busca conocer y reducir la posibilidad de “contagio” al resto de la economía mundial si hubiera perturbaciones económico – financieras en determinado país.

Partiendo de lo anterior podemos introducir el concepto *riesgo*, que significa estar expuesto a algún peligro, transitar por un camino inseguro, probabilidad de pérdida, etc. Es una palabra asociada a algo negativo o dañino, asociada a la volatilidad.

En términos económicos y financieros la palabra riesgo suele confundirse con el concepto *incertidumbre*, éste designa algo común y comprende la posibilidad de que ocurra un suceso cuya probabilidad sea o no medible. Riesgo se refiere a un evento posible, continuo y por consiguiente cuantificable, lo que lo distingue de la incertidumbre, en cuanto ésta se refiere a un evento no constante, casual que no puede ser previsto y por su rara ocurrencia no puede ser cuantificable.

Es importante hacer la distinción porque una probabilidad cuantitativamente determinada puede ser reducida a certidumbre mediante la agrupación de los casos. El riesgo es una parte importante e inevitable dentro del proceso de toma de decisiones, principalmente las de inversión, ya que la medición efectiva y cuantitativa de éste, al asociarse con la pérdida potencial que se puede sufrir, también indicará el beneficio que se espera recibir por haber tomado cierta decisión y no existir la confianza suficiente.

1.2 Riesgo País: concepto e importancia

El riesgo visto desde un enfoque macroeconómico internacional se denomina *Riesgo País* (RP), medida que resume y estima la probabilidad de incumplimiento en el pago de la deuda de un país, pero también de la baja probabilidad de la generación de recursos para el retorno de las inversiones de capital realizadas en dicha economía (inversión directa y de cartera). Trata de identificar, en la medida de lo posible, factores económicos, políticos, sociales, financieros y hasta culturales que pudieran generar problemas de liquidez para el pago de la deuda³, por ejemplo incumplimiento, renegociación, reesquematización o transferencia de responsabilidades. Estas situaciones pueden ser causadas a su vez por otros eventos, de manera que la cadena de eventos puede evidenciar ciertas características estructurales e institucionales del país que lo hagan poco atractivo para invertir⁴.

³ Después de la crisis de la deuda en la década de los ochenta Nicolás Brady, ex tesorero del gobierno de EEUU, propuso un esquema para renegociar la deuda externa de las naciones altamente endeudadas y que se encontraban en mora en aquellos años: el esquema consideró tres aspectos: inyecciones de capital nuevos, quitas a la deuda pendiente de pago y renegociar las condiciones de deuda reestructurada. Bajo este esquema se sustituyó la deuda que dichos países tenían con los bancos por deuda en forma de bonos colocados en los mercados internacionales y conocidos como Bonos Brady.

⁴ PEREGRINA GUERRERO, Juana Ekatherina. “*Uno modelo de riesgo país para México*”. México 2003. Tesis de Licenciatura en Economía. UNAM. Facultad de Economía. Pág. 10.

Por medio del análisis RP es posible clasificar y comparar países según su grado de confiabilidad. Es decir, crear listas que indiquen la mayor o menor capacidad de pago en el tiempo convenido de los intereses más el principal de una obligación financiera (*ranking*).

Conforme el mercado financiero internacional, los agentes que en él participan, los instrumentos financieros y las formas de negociación se han ampliado y diversificado, el concepto RP se ha hecho más complejo, pues en las preferencias de los inversionistas influirá no sólo la capacidad de pago de un país sino que le interesará conocer elementos económicos, sociales y políticos a corto y mediano plazo para poder determinar la prima de riesgo.

No existe un consenso claro sobre los subtipos de riesgo que componen la evaluación del RP. Sin embargo, la mayoría de los teóricos sobre el tema coinciden en que es posible subdividir el RP de la siguiente manera:

1. Riesgo Político: aspectos políticos y sociales que pueden afectar la posible repatriación de inversión extranjera o el pago de la deuda externa.
2. Riesgo económico: posibilidad de incumplimiento debido al debilitamiento de la economía del país, tanto interna como externamente. Tipos de riesgo económico:
 - a) Riesgo soberano: riesgo de los acreedores de los Estados o entidades garantizados por ellos, a que las acciones contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía, puedan ser ineficaces.
 - b) Riesgo de transferencia: riesgo de los acreedores extranjeros con respecto a un país, que experimenta una incapacidad general para hacer frente a sus deudas, por carecer de la divisa o divisas en que aquellas estén determinadas.
3. Riesgo Financiero: considera todas las modalidades que involucran alguna afectación al valor de las posiciones financieras que mantiene un inversionista. En esta modalidad se incluyen diversas tipologías: riesgo de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal y moral.
4. Riesgo sistémico o no diversificable. Éste es quizá uno de los que tiene mayor peso a nivel internacional por considerar situaciones que afectan a todo el país sin considerar la empresa o institución donde se haya invertido. “El riesgo sistémico debe de considerarse como el riesgo de una interrupción, de cualquier origen, en el sistema financiero que no sólo provocará múltiples incumplimientos bancarios y de otras instituciones financieras, sino también una interrupción en la economía real (...) está implícito en el peligro de que ciertos desarreglos en una institución financiera o en un mercado de bienes o de factores, o, en un país, se generalicen al conjunto de las instituciones financieras, afecten a otros mercados y esta acabe por repercutir en varios países o en toda la economía mundial.”⁵

⁵ MORALES NÁJAR, Isaías. “*Riesgo sistémico*”, UNAM. Facultad de Economía.

Tipologías del riesgo financiero:

- **Riesgo de crédito:** se presenta cuando las contrapartes están poco dispuestas o imposibilitadas para cumplir sus obligaciones contractuales. Refleja el nivel financiero de las instituciones y su habilidad para realizar y cumplir sus obligaciones bajo contrato.
- **Riesgo de mercado:** se deriva de cambios (o condiciones) en los precios (o volatilidad) de mercado de los activos y pasivos financieros.
- **Riesgo de liquidez:**
 - **Liquidez mercado / producto:** cuando una transacción no puede ser conducida a los precios prevalecientes en el mercado debido a una baja operatividad en el mismo.
 - **Flujo de efectivo / financiamiento:** incapacidad de conseguir obligaciones de flujo de efectivo necesarios, lo cual puede forzar a una liquidación anticipada o venta contingente de activos.
- **Riesgo legal:** se presenta cuando una contraparte no tiene la autoridad legal o regulatoria para realizar una transacción, se relaciona directamente con el riesgo de crédito.
- **Riesgo regulatorio:** hace referencias a actividades que podrían quebrantar regulaciones gubernamentales, tales como: manipulación de mercado, operación con información privilegiada, restricciones de convencionalidad. Se manifiesta en las diligencias para el cumplimiento, en la interpretación y aún en la “conducta moral”.

1.3 Factores o variables consideradas y que influyen en el RP

Son muchos y de distinta naturaleza los elementos que pueden contribuir a desestabilizar un país e incrementar el riesgo de invertir en él. Su importancia actual y futura dependerá de las circunstancias propias de cada país. Para poder hacer un análisis de RP es necesario conocerlos y poder predecir su comportamiento.

En este apartado mencionaremos las principales variables estudiadas, agrupadas en tres categorías (elementos físicos, políticos y económicos). Cabe mencionar que las variables contempladas no agotan todas las posibles. Además, en cada país las áreas analizadas pueden diferir, en cuanto a su selección o al acento que deba ponerse en cada una de ellas, en función de la historia, localización, estructura y circunstancias específicas de cada país⁶.

1. Físicos:

- a) **Límites geográficos:** conocer la ubicación de un país y saber quienes son sus vecinos ayuda a establecer si pudieran existir presiones de tipo estratégicas o militares.
- b) **Superficie y orografía:** en países muy extensos es más probable que se den movimientos independentistas
- c) **Recursos naturales:** pueden ser determinantes en la posición económica de un país. Por ejemplo, a finales del siglo pasado jugaron un papel fundamental en la división del

⁶ IRANZO, Silvia. “*Introducción al Riesgo País 2008*”. En Documentos Ocasionales N. 0802. Banco de España. España 2008. Pág. 4.

trabajo. Actualmente, los países desarrollados son relativamente independientes de su dotación de recursos naturales; países cuya economía se basa en la importación de los mismos, son más vulnerables a las fluctuaciones de los precios internacionales.

- d) Estructura demográfica: saber cómo está conformada la población permite conocer cuáles serán sus demandas, qué políticas aplicar, en qué invertir o gastar y qué tan productiva podría ser una economía.
- 2. Políticos:** elementos importantes para conocer comportamientos específicos que probablemente constituyen las raíces de problemas económicos. Para saber qué tanto consenso puede haber en la toma de decisiones, por ejemplo, reformas estructurales. Son elementos cualitativos, un tanto difíciles de cuantificar, así que en su medición inevitablemente influirán juicios personales de quienes analizan.
- a) Grupos de presión: para conocer qué tan fuerte es el gobierno, cuánto influyen éstos en las decisiones, qué intereses persiguen, cuál es su posición frente a las relaciones económicas internacionales y si pueden ser tan fuertes como para crear un golpe de Estado o revolución. La actitud de dichos grupos incrementa el RP.
 - b) Burocracia: qué tanto la estructura organizativa, las normas y procedimientos pueden afectar la toma de decisiones y hacer del aparato administrativo un ente ineficiente o viceversa. Una burocracia excesivamente grande disminuye los incentivos para invertir.
 - c) Corrupción: para estimar cómo el mal uso o abuso del poder público puede desviar recursos públicos y privados para beneficio de particulares en detrimento de inversionistas y población. La probabilidad de ser estafado generará incertidumbre.
 - d) Estructura racial y religiosa: cuanto más homogénea sea la población en ambos aspectos menor será el riesgo de conflicto y, por tanto, político.
 - e) Relaciones laborales: definen la calidad de las interacciones entre empleados y empleadores, al mismo que tiempo que define la calidad de una sociedad al influir concepciones políticas, económicas, sociales y culturales. De igual manera, para conocer si pueden originar conflictos a la economía y a la estabilidad del gobierno.
 - f) Estructura social: a mayor homogeneidad mayor estabilidad política. Conocer qué tan diferentes son los estándares de vida de la población, el grado de escolaridad para entender los valores predominantes. Se trata de conocer, a grandes rasgos, a la sociedad, su idiosincrasia, su capacidad de reacción, el grado de consenso político, su comportamiento histórico, así como su tendencia, principalmente.
 - g) Movimientos de autonomía o independentistas: indican la fortaleza del gobierno y su capacidad para controlarlos.
 - h) Probabilidad de conflictos con países vecinos e intervención de terceros: para conocer si se está en una zona militarmente conflictiva, qué tan agresivos pueden ser los países con los que se limita, saber si éstos tienen ideas expansionistas.

- i) Pertenencia a organizaciones internacionales: manifiesta el grado de apertura del país.
 - j) Nacionalizaciones: conocer cuál es la posición del gobierno frente a este tema, si existen probabilidades y en qué sectores, saber cuál ha sido su actuación frente a ellas.
 - k) Movilidad social: cuál es el nivel de migración, por qué, quiénes, qué tan fuerte es la economía, elementos que muestra el grado de incertidumbre.
- 3. Económicos:** elementos de mayor relevancia al ser la base cuantitativa del análisis para establecer la capacidad de pago de una economía y, al mismo tiempo, su fortaleza. Parte de un análisis histórico del desarrollo económico, fuentes de crecimiento, distribución de la riqueza y oportunidades de mejorar. Simultáneamente, estudia la habilidad de la dirección económica y la capacidad del gobierno para realizar cambios.
- a) Política económica: cuáles son los objetivos y prioridades de ésta, qué tan efectiva ha sido, conocer qué tan competitivo puede ser un país, saber si las políticas pueden contraponerse entre sí, identificar qué sectores reciben o deberían recibir mayor apoyo, etc. Identificar si se están aplicando las políticas adecuadas a través de los medios adecuados.
 - b) Inflación: conocer el comportamiento histórico de dicha variable y tratar de identificar cuál es la causa en concreto de ésta, partiendo de la política económica. También se compara con la inflación con los cuales mantiene la mayor parte de su comercio internacional, ya que influye en el tipo de cambio y, por tanto, en la posición competitiva para importar. Es una parte del riesgo monetario, incrementa la prima de riesgo y provoca incertidumbre.
 - c) Tasa de crecimiento del PIB, con detalle en el consumo, la inversión y el ahorro.
 - d) Tasa de interés nominal y real: parte fundamental en la toma de decisiones de inversión, muestra cómo se maneja y cuál es la tendencia de la política monetaria; influye en el ahorro, la inversión, la oferta monetaria, el nivel de ingreso, las expectativas, oferta y demanda de fondos, etc.
 - e) Saldo del sector público como porcentaje del PIB: necesario conocer la evolución de los componentes de la balanza comercial para conocer la probabilidad de que ocurran ciertos eventos económicos que influyan en el cumplimiento de compromisos financieros, es decir, refleja el nivel de solvencia.
 - f) Deuda pública externa e interna (como porcentaje del PIB): muestra la “carga” que ésta representa para la economía, un porcentaje elevado indica mayor probabilidad de incumplimiento en los compromisos financieros, es necesario conocer la cantidad, vencimiento y en qué divisa. Estar al tanto del comportamiento histórico de la misma mostrará la voluntad de pago por parte del gobierno.

- g) Empleo: el nivel de empleo que es capaz de generar la economía es un factor importante y que puede incluso influir sobre la estabilidad política. La distribución del empleo por sectores económicos indicará el estado de evolución en que se encuentra la economía.
- h) Tamaño de la población
- i) Distribución de la renta
- j) Principales productos de exportación: para conocer el mercado de exportación, la capacidad productiva y la capacidad de obtener divisas.
- k) Tipo de cambio: las fluctuaciones en la moneda aumentan la incertidumbre de los importadores acerca de los precios que pagarán en el futuro por los bienes, y de igual forma aumentará la incertidumbre de los exportadores acerca de los ingresos que recibirán. Como respuesta a esta situación el volumen de comercio internacional disminuirá y con ello las ganancias derivadas del mismo. De igual forma, a medida que crece la incertidumbre de los rendimientos en la inversión se provoca la reducción de los flujos de capital productivo. Así, las fluctuaciones en la moneda serán perjudiciales para la captación de divisas y estará entonces asociado a mayor riesgo.
- l) Infraestructura: importante conocer qué tan bien dotado está el país, qué tan fácil resultará movilizar los factores productivos o si se tendrá que invertir primero en ellos.
- m) Nivel de reservas internacionales: mostrarán la liquidez de un país para responder a sus compromisos financieros internacionales y reacciones ante movimientos bruscos del tipo de cambio.
- n) Restricción presupuestaria

1.4 ¿Quiénes y cómo miden el RP?

A partir de la década de los setenta las transacciones financieras internacionales, los productos financieros y los agentes participantes en dicho mercado se han vuelto mucho más complejos. Es por ello que comienzan a desarrollarse una serie de técnicas y modelos teóricos para poder estimar el riesgo y conocer la probabilidad de incumplimiento del país deudor. De acuerdo con el estudio de Murinde⁷ los principales métodos utilizados en la actualidad pueden dividirse en tres grupos:

1. Métodos cualitativos: toman en cuenta elementos sociales, políticos y económicos, carecen de una estructura fija, son poco utilizados porque son más bien reportes del país y no hace análisis de proyecciones. Al ser un método flexible dificulta establecer comparaciones de riesgo entre países.
2. Métodos estadísticos o cuantitativos: diseñados para realizar pruebas empíricas sobre esquemas teóricos. La mayoría de estos métodos buscan medir la capacidad de pago de un país, otros son modelos de reestructuración de deudas. La limitación de estos métodos es que

⁷ MURINDE, Avebury. "*Development Banking and Finance*". 1ra. ed. England 1996.

no consideran elementos políticos y sociales por la dificultad de medirlos, pero que en sus predicciones tienen un alto porcentaje de acertividad.

3. Métodos *checklist*: análisis que ofrece evaluaciones estadísticas y cualitativas, así como elementos comparativos. Este método define una serie de indicadores de tipo político, social, histórico macroeconómico o financiero, que a su vez pueden tener carácter cualitativo o cuantitativo y asignar una puntuación dentro del rango definido, con un valor mínimo y máximo a cada uno de ellos. Estas puntuaciones, a su vez ponderadas por el peso de cada indicador en la apreciación global son objeto de agregación. La suma de las puntuaciones permite determinar una calificación definitiva del RP, que será susceptible de comparaciones entre países. Es quizá el método más utilizado por agencias calificadoras y bancos centrales.⁸

En la actualidad, tanto a nivel nacional como internacional, son varias las agencias, organismos financieros y entidades bancarias los encargados de evaluar el RP. Aunque la información proporcionada no sea una recomendación para invertir o no, si influye en las preferencias de los inversionistas. El proceso y, por tanto, el resultado de medir el RP dependerá de la metodología utilizada por cada entidad, el enfoque teórico y las variables consideradas, por lo general tienden a ser similares entre sí.

Como mencionamos anteriormente, son muchos los encargados de realizar esta evaluación, muchos los modelos y muchos los trabajos teóricos utilizados para la medición. Sin embargo, para fines prácticos tomaremos y describiremos sólo los índices y procesos de calificación más utilizados por considerarse internacionalmente como los más confiables, completos y prestigiados.

1.4.1 Índices

- Índice RP Emerging Markets Bond Index (EMBI), realizado por el banco norteamericano JP Morgan, mide el grado de “peligro” que entraña un país para las inversiones extranjeras. Analiza el rendimiento de los instrumentos de la deuda de un país, principalmente el dinero en forma de bonos por los cuales se adiciona una determinada tasa de interés en los mercados, se concentra en las naciones emergentes.

El valor del RP es igual a la diferencia entre las tasas que pagan los bonos del Tesoro de EEUU y las que pagan los bonos del respectivo país. Se utiliza la tasa del Tesoro de EEUU como base, ya que se asume que es la de menor riesgo en el mercado. Entonces:

$RP = \text{tasa de rendimiento de los bonos de un país} - \text{tasa de rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano. Spread.}$

En este indicador cada 100 puntos equivalen a 1%. El diferencial de los bonos soberanos es una variable fundamental en los países emergentes, indica el mayor costo de financiamiento

⁸ IRANZO, Silvia. “Introducción al Riesgo País 2008”. En Documentos Ocasionales N. 0802. Banco de España. España 2008. Pág. 12.

que éstos deben pagar por endeudarse, en relación con el costo que pagan los países desarrollados.

Dentro de este indicador tenemos tres modalidades:

- a) EMBI: mide el diferencial de los retornos financieros de la deuda pública de país emergente seleccionado respecto del que ofrece la deuda pública norteamericano, que se considera “libre” de riesgo de incobrabilidad. En su cálculo se tienen en cuenta los bonos Brady denominados en dólares y otros bonos soberanos reestructurados similares. Los bonos que se incluyen en el cálculo del EMBI son denominados en dólares y estrictamente líquidos, es decir, son comprados y vendidos el mismo día.
- b) EMBI+: creado para cubrir la necesidad de los inversionistas de contar con un índice de referencia más amplio que el previsto por el EMBI, al incluir lo bienes globales y de otra deuda voluntaria emitida durante los años noventa. Está compuesto por 109 instrumentos financieros de 169 países diferentes, es una variación del EMBI, el cual sólo contiene bonos Brady. Al incluir otro tipo de instrumentos (bonos Brady, préstamos y eurobonos) el EMBI+ se ajusta mejor a la variedad de oportunidades de inversión que ofrecen los mercados emergentes.

Para la construcción del índice primero se definen los países y los instrumentos financieros que lo integrarán. Para la selección de los países se utiliza el concepto de *mercados emergentes*, que agrupa a países con habilidad para pagar su deuda externa, cuyas calificaciones crediticias se ubiquen hasta la categoría BBB+/Baa1.

- c) EMBI Global: amplía la composición respecto al EMBI+, usando un proceso de selección de países diferente y admitiendo instrumentos menos líquidos.

En vez de seleccionar países de acuerdo a un cierto nivel de calificación crediticia soberana, como se hace en el EMBI+, el EMBI Global define mercado de países emergentes con una combinación de ingreso per capita definido por el Banco Mundial y la historia de reestructuración de deuda de cada país. Este criterio de selección permite que el índice incluya países con calificaciones de deuda superiores a las exigidas para entrar el EMBI+, los cuales no eran considerados anteriormente como mercados emergentes. Actualmente, el índice es una cesta compuesta por 170 instrumentos emitidos por 31 países emergentes. Los instrumentos incluyen bonos Brady, eurobonos, préstamos negociables, instrumentos denominados en moneda local emitidos por soberanos o entidades cuasi-soberanas.

1.4.2 Calificaciones

- Además de índices, siendo el elaborado por JP Morgan el más reconocido, también tenemos otras calificaciones para medir el RP de inversión bursátil y, entonces, el RP.

La evolución de las calificaciones del riesgo soberano recoge las variaciones del RP atribuible no sólo a factores específicos del país, sino a factores externos como la situación de la economía internacional o el grado de liquidez de los mercados financieros.

El *rating* soberano a largo plazo en moneda extranjera mide el riesgo de impago de la deuda soberana en divisas, por falta de capacidad o de voluntad de pago. Básicamente, las calificaciones se dividen en dos grupos: inversión y especulativo.

El grado de *inversión* se otorga a los países con niveles manejables de deuda, buenas perspectivas de ingresos exteriores y un buen historial de pagos.

Por otro lado, el nivel *especulativo* se refiere a que existen pocas garantías de que se devuelva capital más rendimiento, poca capacidad de pago, es decir, amplias posibilidades de no pago. Es decir implica mucho riesgo.

De ahí la importancia que para un país emisor tiene obtener una buena calificación por parte de las agencias y ser visto en el exterior “con buenos ojos”, el aumento en la demanda de sus títulos por parte de los inversionistas extranjeros permitirá una disminución del *spread* de la deuda, con el consiguiente ahorro de gasto público. De esta manera, se supone que si el país se vuelve menos riesgoso, entonces se atraerán más capitales, la inversión aumentará y, por lo tanto, el empleo y el producto.

Estas calificaciones son elaboradas por diferentes agencias. De manera que es Moody’s Investors, Fitch IBCA y Standards&Poor’s las agencias que controlan el 95% del mercado de *rating*.

Aunque las tres agencias utilizan una nomenclatura diferente, el significado de éstas y las metodologías no difieren mucho entre sí. El propósito es el mismo: mostrar a través de una escala si el grado de riesgo de una deuda es *inversión* o *especulativo*. Las calificaciones del riesgo a *rating* consiste en una letra a la que se le puede agregar un signo de “+” o “-”.

Cuadro 1 Nomenclatura utilizada por las tres principales agencias calificadoras

A+	A1	A+	Por tener una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas son economías consideradas con una fuerte (plus) capacidad de pago.
A	A2	A	Por tener una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas, son consideradas con una fuerte capacidad de pago.
A-	A3	A-	Por tener una mayor sensibilidad a las condiciones económicas adversas son consideradas con una fuerte (menos) capacidad de pago.
BBB+	Baa1	BBB+	La capacidad de pago es considerada adecuada (más). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada, pero esto es susceptible de cambiar en el futuro.
BBB	Baa2	BBB	La capacidad de pago es considerada adecuada. La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada, pero esto es susceptible de cambiar en el futuro.
BBB-	Baa3	BBB-	La capacidad de pago es considerada adecuada (menos). La cancelación presente de la deuda se encuentra asegurada, pero esto es susceptible de cambiar en el futuro.
			Grado especulativo
BB+	Ba1	BB+	Presentan un cierto grado de contenido especulativo (plus) y la posición incierta los caracteriza.
BB	Ba2	BB	Presentan un cierto grado de contenido especulativo y la posición incierta los caracteriza.
BB-	Ba3	BB-	Presentan un cierto grado de contenido especulativo (menos) y la posición incierta los caracteriza.
B+	B1	B+	Poseen un mayor grado especulativo (plus) y, por lo tanto, cualquier empeoramiento en las condiciones económicas podría mermar su capacidad de pago.
B	B2	B	Poseen un mayor grado especulativo y, por lo tanto, cualquier empeoramiento en las condiciones económicas podría mermar su capacidad de pago.
B-	B3	B-	Poseen un mayor grado especulativo (menos) y, por lo tanto, cualquier empeoramiento en las condiciones económicas podría mermar su capacidad de pago.
CCC	Caa1	CCC	Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras.
CCC	Caa2	CCC	Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras.
CCC	Caa3	CCC	Relacionados con el incumplimiento ya que dependen de condiciones económicas favorables para cumplir con sus obligaciones financieras.
CC	Ca	CC	Son de elevado grado especulativo y muy vulnerables.
C	C	C	Tienen perspectivas extremadamente malas y, en algunos casos, ya es señal de incumplimiento.
D	D	D	Han incumplido con el pago de intereses y/o el capital.

Fuente: Elaboración propia con datos de www.banamex.com

Capítulo II Importancia económica del tipo de cambio

2.1 Definición e importancia económica del tipo de cambio

Uno de los principales aspectos en los que pone mayor atención el análisis riesgo país es la variable tipo de cambio, definido como el precio de una moneda en términos de otra, es decir, mide la capacidad de una moneda local para comprar divisas y, por tanto, productos y servicios extranjeros. Por toda la información económica que refleja, dada su interrelación con otras variables y las relaciones comerciales y financieras en las que interviene, así como el impacto que su variabilidad puede tener sobre la economía en general, el tipo de cambio puede verse como un instrumento de política económica tanto para hacer modificaciones internas como modificaciones a las relaciones con el resto del mundo. Observando su comportamiento es posible conocer qué tan eficiente puede ser una economía y qué tanto un inversionista puede confiar en su moneda.

Desde el enfoque RP se considera que los movimientos en el tipo de cambio que afectan los términos de intercambio son más importantes que el impacto adverso de la inflación, provocado por una devaluación⁹. Así, el tipo de cambio se tomará como referencia tanto para decisiones de inversión como para implementar políticas económicas, dado que "... la influencia que tiene el tipo de cambio en la dinámica de acumulación, en los niveles de solvencia y capitalización, así como en la asignación de recursos en la balanza de comercio exterior y en la estructura económica, lo colocan como una variable estratégica en el desempeño de toda la economía (...). El tipo de cambio refleja la relación de precios internos *versus* externos, por lo que representa el principal precio de la economía"¹⁰. Incluso las variaciones en el tipo de cambio pueden alterar la distribución del ingreso si sus modificaciones favorecen a ciertos grupos.

Este precio funciona también como un mecanismo de transmisión que expresa las fluctuaciones económicas de los países, modificando variables económicas internas, por ejemplo, el ingreso, la capacidad de pago, nivel de reservas internacionales, etc.

Como herramienta económica, el tipo de cambio puede utilizarse para ayudar a controlar la inflación o como mecanismo de ajuste a la competitividad externa de la producción nacional, en ambos casos vía sobrevaluación o devaluación, aunque no los solucionará ya que éstos tienen una raíz estructural.

2.2 Factores que influyen en el tipo de cambio

Como mencionamos, el tipo de cambio es un precio macroeconómico capaz de reflejar el desempeño de una economía e influir en la decisión de hacia dónde dirigir los recursos. El tipo de cambio se moverá según su oferta y su demanda, mismas que se modificarán por elementos como: inflación, tasa

⁹ PEREGRINA GUERRERO, Juana Ekatherina. "*Un modelo de riesgo país para México*". México 2003. Tesis de Licenciatura en Economía. UNAM. Facultad de Economía. Pág. 16.

¹⁰ HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. "*Apreciación cambiaria, baja inflación, recesión*". 1ra. ed. Ed. Diana. México 2002. Pág. 45.

de interés, balanza de pagos y las expectativas económicas y políticas que sobre una economía determinada se tengan, principalmente.

- **Inflación:** el alza generalizada de precios afecta al tipo de cambio al contribuir a la devaluación de la moneda, hecho que desvaloriza los capitales y crea incertidumbre para la estabilidad de los precios a la que se enfrentarán los agentes económicos. Sí, por el contrario, la inflación tiende a ser menor, en relación con la inflación de los países con los que se comercia, la moneda tenderá a apreciarse con algunos otros efectos que más adelante se tratarán.

La inflación puede significar una reducción en los ingresos esperados o un incremento en los gastos presupuestados.

- **Tasas de interés:** porcentaje que se aplica a una cantidad monetaria (capital) y que equivale al monto que debe pagar o cobrar por prestar o pedir dinero en un periodo de tiempo determinado. Las dos modalidades principales son: 1) tasa real: porcentaje que alcanza la tasa de interés descontando la tasa de inflación ocurrida en el mismo periodo, y 2) tasa nominal: nivel porcentual que alcanza la tasa de interés sin descontar la inflación. Para la determinación de las tasas de interés se tomarán en cuenta no sólo los agregados monetarios internos y el desempeño de la economía doméstica, sino también variables financieras externas y expectativas de los agentes económicos. “A mayor riesgo, mayor rendimiento”.

Tanto la tasa de interés como el tipo de cambio desempeñarán importantes funciones en el comportamiento macroeconómico y, a su vez, se verán afectados por otros hechos macroeconómicos. Entre los más representativos tenemos:

- a) **Oferta monetaria:** las variaciones en ésta modificarán la tasa de interés. Un incremento en la oferta monetaria reduce la tasa de interés, mientras que una caída en la oferta monetaria tiende a elevar la tasa de interés, dado el nivel de precios y producto. De esta manera, un incremento de la oferta monetaria de un país se traduce en una depreciación de su moneda en el mercado de cambios, en tanto que una reducción de la oferta monetaria derivará en una apreciación de su moneda.
- b) **Necesidades de financiamiento externo:** dependiendo del déficit o superávit del gobierno, serán las necesidades de liquidez (atraer capitales externos). En estos casos, la tasa de interés debe aproximarse o igualar la rentabilidad esperada en otros países. Nuevamente intervienen las expectativas de los agentes económicos para el ingreso de capitales, si hay poca confianza el tipo de cambio tiende a descender o a presentar movimientos ascendentes si las expectativas son favorables.
- c) **Balanza comercial:** registro sistemático de todas las transacciones económicas efectuadas entre una economía y el resto del mundo. Sus principales componentes son: balanza de cuenta corriente (contabiliza las exportaciones/importaciones de bienes y servicios), cuenta de capital (registra la entrada y salida de divisas por concepto de inversiones y

préstamos)¹¹, cuenta de reservas internacionales (movimiento de éstas) y errores u omisiones.

Este registro contable resulta muy importante por la creciente interacción en el intercambio internacional tanto de bienes y servicios como de activos financieros. Su estudio servirá para determinar políticas respecto al sector externo, política monetaria, cambiaria y crediticia, congruentes con la situación económica y financiera tanto interna como externa. Del mismo modo, también servirá como marco para la creación de mecanismos de fomento a las exportaciones y diversificación de mercados, tomando al tipo de cambio como instrumento¹².

Siguiendo con lo anterior, el tipo de cambio estará condicionado por la naturaleza de las transacciones económicas internacionales y, conjuntamente, las oscilaciones del tipo de cambio desajustarán el equilibrio de la balanza de pagos, estos desequilibrios, a su vez, modificarán nuevamente el tipo de cambio para reajustar los componentes de la balanza, según sea déficit o superávit el tipo de cambio puede moverse al alza (revaluación) o a la baja (devaluación).

- d) Reservas internacionales: indicarán cuándo y cuánto debe alterarse la cotización en uno u otro sentido, de acuerdo a su nivel o monto puede estabilizar el valor externo de la moneda.
- e) Sucesos internacionales que pudieran causar incertidumbre.
- f) Especulación: los movimientos de los agentes intencionales son de suma importancia en las variaciones cambiarias, los especuladores son capaces de devaluar o revaluar monedas, provocar fuga de capitales, alterar tasas de interés y hasta producir crisis bursátiles.
- g) Precios internacionales del petróleo: factor de gran importancia actual para los sistemas monetarios, ya que todo movimiento en los precios del crudo afectará tanto a países productores como a los no productores. Por ejemplo, un alza en el precio impactará en el déficit de los no productores y es probable que tengan que recurrir al crédito externo para estabilizar su balanza de pagos, llegando incluso a ajustar su tipo de cambio. Por otro lado, una baja en el precio del crudo puede estimular la producción mundial, aunque para los países productores represente un desajuste en su presupuesto.

¹¹ En la cuenta de capital tenemos que la demanda de divisas proviene de las partidas deudoras y que la oferta de divisas se origina en las partidas acreedoras. Cuando ambas partidas se igualan se dice que el tipo de cambio de esa moneda está en equilibrio.

¹² ORTEGA MARTÍNEZ, Patricia. "*Coberturas cambiarias y mercados de futuros del peso-dólar*". México 1995. Tesis de Licenciatura. UNAM. Facultad de Economía. Pág. 16.

2.3 Medición del tipo de cambio teórico

A pesar de que el tipo de cambio es un precio fundamental para cualquier economía, es difícil determinar un método o teoría capaz de determinar con toda certeza que tal precio está valuado de manera correcta. Sin embargo, tenemos entre los más aceptados:

2.3.1 Teoría Paridad Poder Adquisitivo

El concepto de poder adquisitivo fue planteado en los años veinte por el economista sueco Gustav Cassel quien, motivado por las perturbaciones monetarias durante la Primera Guerra Mundial y su desacuerdo con la opinión de que los valores de cambio de preguerra se restablecerían una vez terminado el conflicto; formula (asociándola con su teoría de cuantitativa del dinero) la idea fundamental de la teoría de la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), misma que todavía se ubica como una de las teorías de mayor aceptación para tratar de determinar el tipo de cambio de equilibrio.

Básicamente, la teoría de la PPA se basa en la Ley del Precio Único, la cual, bajo los supuestos de que los mercados son competitivos, no hay costos de transporte ni impedimentos al comercio internacional, hay pleno empleo, no existen los flujos de capital, así como que los productos son idénticos; postula que en cualquiera de los países que comercien dicho bien, para que los precios puedan compararse éstos deben valuarse con la misma moneda. Matemáticamente:

$$P_{t(i)} = P^*_{t(i)} E_t \quad \text{Ecuación 1}$$

Donde:

$P_{t(i)}$: es el precio en el momento t del bien i expresado en la moneda doméstica.

$P^*_{t(i)}$: es el precio análogo en moneda extranjera

E_t : es el precio en moneda doméstica de la moneda extranjera en el momento t

Es importante distinguir las dos modalidades dentro de la teoría de la PPA: absoluta y relativa.

La teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo es la generalización del la Ley del Precio Único porque, si en vez de tomar un solo bien i tomamos una idéntica cesta de bienes de consumo en dos países, esta cesta debe de tener el mismo precio en ambos. Esta última definición de la PPA se refiere a la versión absoluta.

Equivalentemente podemos reacomodar la ecuación 1 y sumando todos los precios de los bienes de una canasta de consumo, y usando las mismas ponderaciones para construir el nivel de precios de cada país, obtenemos otra versión absoluta para de la PPA:

$$E = \frac{\sum_{(i=1)}^n P_t}{\sum_{(i=1)}^n P_t^*} \quad \text{Ecuación 2}$$

La teoría de la PPA relativa implica que, aún cuando los países usen diferentes esquemas de ponderación de precios, si las ponderaciones permanecen constantes en el tiempo, los cambios en los niveles de precios relativos son reflejados en los *índices* de precios relativos. Dicho de otra forma el

cambio ocurrido entre cualquier periodo de tiempo en el tipo de cambio entre dos monedas, es determinado por los precios relativos de esos dos países¹³.

Entonces, la PPA absoluta toma en cuenta el nivel absoluto de precios relativos a un país; mientras que la PPA relativa se refiere a las variaciones en los niveles de precios, no al nivel absoluto, ello por medio de los números índices a partir de un periodo base seleccionado. Según la PPA, la alteración del equilibrio cambiario entre dos países estará en función de sus respectivas tasas de inflación. Por consiguiente, la PPA es aquella que resulta igualmente competitiva, a la par en costos de producción, para cada una de las economías¹⁴.

2.3.2 Paridad tipos de interés

Teoría que relaciona los tipos de interés con los tipos de cambio para determinar la paridad de una moneda respecto a otra. Según esta teoría existe paridad cuando las rentabilidades esperadas de dos depósitos denominados en dos divisas diferentes y expresadas en la misma moneda son iguales. Al inversionista le será indiferente invertir en una u otra moneda; por tanto, el mercado de divisas estará en equilibrio porque no existirá exceso de oferta ni de demanda de divisas.

$$RMX\$ = RUS\$ + (e^* MX\$ - e MX\$/US\$) / e MX\$/US\$$$

Donde: **RMX\$** es el rendimiento en pesos, **RUS\$** el rendimiento esperado en dólares; $(e^*MX\$ / US\$ - eMX\$ / US\$) / e PM\$ / US\$$ es la tasa de depreciación o apreciación esperada de la moneda; $e^*MX\$ / US\$$ el tipo de cambio esperado a futuro y $eMX\$ / US\$$ el tipo de cambio spot¹⁵.

El tipo de cambio reflejará los desequilibrios en la tasa de interés, la determinación de la tasa de interés estará en función de las expectativas de inflación de largo plazo.

“Cuando no existe sustituibilidad perfecta en los activos financieros, se incorpora una prima de riesgo al país (...) determinada por el tamaño del mercado de activos, así como factores económicos, políticos y sociales”¹⁶.

2.3.3 Tipo de Cambio Real

El tipo de cambio real (TCR) es el tipo de cambio que refleja las variaciones entre dos divisas, para ello no sólo considera el tipo de cambio nominal sino también los diferentes precios de los bienes entre dos países; esto último por medio de un índice de precios. Por ejemplo, un deflactor del PIB. Entonces, tenemos que el TCR puede definirse de la siguiente manera:

$$e = (EP^* / P)$$

Donde:

e : tipo de cambio real entre el país doméstico y el extranjero

E : tipo de cambio nominal

¹³ “Evidencia empírica sobre la PPA en México”, En Acta Universitaria. Diciembre, Año/Volumen 11. Número 003. Universidad de Guanajuato. México. Págs. 33 – 38.

¹⁴ MORALES NÁJAR, Isaías. “Mercado de divisas”. UNAM. Facultad de Economía.

¹⁵ Ídem.

¹⁶ Ídem

P* : deflactor del PIB del país extranjero

P : deflactor del PIB del país doméstico

Un aumento del precio de los bienes domésticos expresado en bienes extranjeros se denominará apreciación real, mientras que una disminución se denominará depreciación real. Una apreciación real corresponde con una caída del tipo de cambio real, y viceversa.

El tipo de cambio real se puede realizar entre dos países, en cuyo caso se denomina “tipo de cambio real bilateral”, o bien, entre un país y varios países. En este caso se denominará “tipo de cambio real multilateral”.

Comúnmente, el tipo de cambio real se utiliza como un indicador de competitividad anualizando la evolución de los precios internos y de los principales socios comerciales, denominados ambos en la misma moneda.

2.4 Riesgo Cambiario

En 1971 con la disolución del Tratado Bretton Woods¹⁷ y la liberación del anclaje del dólar al oro, la circulación de capitales a través de las fronteras se aceleró a la par que el intercambio comercial.

Al funcionar el tipo de cambio como enlace entre un país y el resto del mundo y desempeñar un papel fundamental en las transacciones internacionales, las fluctuaciones en su comportamiento incrementan el riesgo cambiario. “El mayor crecimiento en el proceso de globalización lo han constituido los flujos financieros (...). La consecuente interrelación e interdependencia de los mercados de capitales y el creciente flujo de transacciones que los acompaña, han aumentado la importancia del tipo de cambio, dada su incidencia en la determinación del valor de dichos capitales. La rentabilidad de los activos financieros no depende solamente de la tasa de interés (si se invierte en el mercado de dinero), o del precio de las acciones (si se invierte en el mercado de capitales), sino también del tipo de cambio”.¹⁸

El riesgo cambiario hace referencia a la posibilidad de pérdida debido, a variaciones en sentido contrario al esperado en el valor de una moneda en términos de otra. Este es un tipo de riesgo sistémico que no puede eliminarse a pesar de que el inversionista tenga una buena diversificación. Entonces, cada que se realice una operación financiera o comercial en una moneda diferente a la propia se está expuesto al riesgo cambiario.

Las oscilaciones en la divisas pueden producirse, básicamente, por superávit o déficit de la balanza comercial y de servicios, entrada o salida de capitales externos, modificaciones en las tasas de interés o por factores sociopolíticos. El riesgo cambiario aparece en operaciones tales como:

- a) Exportaciones
- b) Importaciones
- c) Prestamos al extranjero

¹⁷ El Convenio o Tratado Bretton Woods establecido en 1944 tenía como objetivo instalar una estabilidad monetaria internacional, proponiendo medidas para el manejo del tipo de cambio fijo, entre otros motivos para evitar la fuga de dinero entre naciones y restringir la especulación en la monedas del mundo.

¹⁸ HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. “*Apreciación cambiaria, baja inflación, recesión*” 1ª. ed. Ed. Diana. México 2002. Pag. 1.

- d) Inversiones directas en el extranjero
- e) Préstamos en divisas
- f) Empréstitos sobre los mercados internacionales

La volatilidad inherente de los tipos de cambio bajo sistemas de libre flotación incrementará la incertidumbre; para tratar de protegerse de tal riesgo existen ciertas técnicas financieras, por ejemplo, instrumentos de cobertura cambiaria.

2.5 Mercado cambiario. El tipo de cambio como activo financiero

El mercado cambiario o mercado de divisas, también conocido como mercado Forex (The Foreign Exchange Market) permite la compra venta de divisas¹⁹ facilitando con esto el comercio internacional y operaciones financieras, ya que transfiere poder de compra de una moneda a otra. Aquí, el tipo de cambio se determina según las variaciones de la relación oferta – demanda de divisas, o sea, el tipo de cambio se determina por la relación entre oferta y demanda de moneda nacional para transacciones internacionales del país: la oferta de divisas tiene como contrapartida la demanda de moneda nacional y viceversa.

Las fuentes que le dan dinamismo se pueden explicar por dos vías:

- Origen de la oferta de divisas (transacciones activas o créditos de la Balanza Comercial):
 - Exportaciones de bienes y servicios
 - Ingresos sobre inversiones del país en el extranjero
 - Donaciones y remesas recibidas (importaciones de capital monetario)
- Origen de la demanda de divisas (transacciones pasivas o débitos de la Balanza Comercial)
 - Importaciones de bienes y servicios
 - Pago por rendimientos de la inversión extranjera en el país
 - Donaciones y remesas enviados (exportaciones de capital no monetario)

En este mercado también se ofrecen coberturas para reducir o eliminar la exposición a las variaciones de los tipos de cambio y éstas no repercutan en la economía real o en las transacciones de la empresa.

En el mercado cambiario internacional las principales divisas son negociadas como mercancías, éste se define como “el conjunto de ofertas, demandas y transacciones sobre monedas de otros países. Una condición importante para el desarrollo un mercado organizado de divisas es la libre convertibilidad de las monedas²⁰.”

¹⁹ Divisa: dinero legal y cualquier medio de pago nominado en moneda extranjera. Incluye billetes extranjeros y depósitos bancarios denominados en divisas extranjeras. Las divisas se clasifican en: 1) convertibles: aquellas que pueden intercambiarse libremente por otra divisa y su precio viene determinado por el mercado; y 2) no convertible: aquellas que están sometidas a restricciones y los precios se establecen por el Estado.

²⁰ CORTINA O, Gonzalo. “*Prontuario bursátil y financiero*”, 1ra. ed. Ed. Trillas. México 1987. Pág. 107.

2.5.1 Participantes

En el mercado de divisas participan una gran cantidad de agentes económicos alrededor del mundo.

Los podemos clasificar de la siguiente manera:

- Personas: pequeño inversionista con escaso poder de compra.
- Empresas: solicitan u ofrecen divisas derivadas de sus operaciones internacionales o para financiamiento.
- Cuasi bancos: grandes empresas, generalmente multinacionales que tienen gran movimiento de divisas.
- Bancos: actúan por cuenta propia o de clientes como creadores de mercado, es decir, pueden influir en el precio de las divisas.
- Brokers: personas que ponen en contacto a oferentes y demandantes, por ello cobran una comisión, no influyen en el tipo de cambio.
- Bancos Centrales: intervienen comprando y vendiendo divisas con diferentes objetivos, como influir en el tipo de cambio de su moneda, mantener reservas o para algún cliente (sector público u otros Bancos Centrales).
- Inversionistas institucionales: fundamentalmente fondos de inversión, compañías de seguros, etc., invierten como una manera de diversificar sus carteras.

2.5.2 ¿Cómo funciona el mercado Forex?

Este mercado no tiene una ubicación específica, la mayoría de las transacciones se hacen vía electrónica o, en raras ocasiones, vía un banco. Funciona las 24 horas del día lo que le permite reaccionar casi de manera inmediata a acontecimientos que puedan afectar a cierta moneda. Según la Condusef, “es uno de los mercados más especulativos dentro del sector financiero y cualquier evento económico, político o social puede afectar el valor de una divisa ya sea a favor o en contra”. Además, el hecho de que no tenga un centro de operaciones definido dificulta su regulación.

Las operaciones realizadas se clasifican según el tiempo de liquidación en:

- Operaciones al contado (spot): cuando la entrega de las divisas se efectúa en un plazo no superior a dos días laborables. El tipo de cambio también se denominará spot.
- Operaciones a plazo (forward): se refiere a la compra o venta de divisas para su entrega y pago en alguna fecha futura, normalmente en plazos múltiples de 30 días, fijándose previamente el tipo de cambio, la función de estas operaciones es cubrir cualquier riesgo en el mercado spot.

Como en cualquier otro mercado la cotización de una divisa estará dada por la relación de oferta – demanda, aunque en algunos casos dentro de cierta banda de flotación²¹. Dentro del proceso de formación de precios se encuentra la operación de arbitraje, misma que surge cuando el tipo de cambio de un país se encuentra desalineado en relación con su valor de equilibrio, ésta operación es eliminar las diferencias de cotización entre diferentes plazas.

Desde la perspectiva del inversionista, hay dos maneras, básicamente, como este mercado puede analizarse.

1. Análisis fundamental: se basa en el análisis de variables económicas y financieras del país que evalúan la capacidad de crecimiento y generación de ingresos por parte de algún país. En dicho análisis contribuye el seguimiento por parte del analista del conjunto de informaciones día a día de eventos económicos, políticos y sociales que inciden en las expectativas de las personas por adquirir o no activos financieros en moneda local o extranjera. Forma un elemento metodológico del análisis riesgo país.
2. Análisis técnico: usa precios históricos para predecir movimientos futuros, se basa en el uso de elementos gráficos e indicadores de volatilidad de precios.

2.6 Implicaciones económicas de los movimientos ascendentes o descendentes del tipo de cambio.

El tipo de cambio se relaciona directamente con elementos clave como la productividad, mercados financieros, sector bancario, empleo, salarios, tasa de interés, inflación y balanza de pagos. En este sentido, el valor de la moneda refleja directamente la capacidad competitiva de un país en la economía mundial: una moneda que tiende a depreciarse podría reflejar la debilidad competitiva y de inserción del país emisor en la comunidad internacional. Al ser un importante precio macroeconómico, un país puede utilizarlo como instrumento para diferentes objetivos económicos.

Los movimientos en el tipo de cambio implican la revalorización o desvalorización de éste para afectar transacciones comerciales o financieras en general. Normalmente, son los gobiernos del país a quienes corresponde dichas decisiones, aunque influenciados por eventos externos.

Antes de continuar es adecuado diferenciar dos conceptos: los términos apreciación y depreciación , que están relacionados a las variaciones del tipo de cambio por las fuerzas del mercado; mientras que la revaluación y devaluación son resultado de la política deliberada del gobierno, que de manera unilateral decide modificar la paridad cambiaria de su moneda. Todas las definiciones mencionadas, aquí tratadas, se basarán en un *tipo de cambio real*.²²

²¹ Si el mercado de cambios funciona con entera libertad, no hay intervenciones por parte de las autoridades monetarias del país; los tipos de cambio fluctúan según su oferta y su demanda. Si, por el contrario hay intervención, las autoridades fijan una cotización y sólo permiten cierto porcentaje como límite de variación, ya sea por arriba o por debajo de dicha cotización. El margen de fluctuación permitida, con un límite inferior y otro superior, se denomina *banda cambiaria*.

²² Tipo de cambio real: es el tipo de cambio nominal ajustado por los precios de un país con respecto al resto del mundo o de sus principales socios comerciales. El tipo de cambio real proporciona una medida de valor de la divisa en términos de su poder de compra, por lo tanto, este tipo de cambio se usa frecuentemente como indicador de la competitividad internacional de la moneda del país, así como para juzgar el grado de subvaluación o sobrevaluación de dicha moneda. En términos formales el tipo de cambio real es igual al tipo de cambio nominal

2.6.1 Devaluación

Se le llama devaluación a la disminución del valor nominal de una moneda frente a otras monedas extranjeras. La razón principal por la que se presenta una devaluación es por descenso en la demanda de una moneda frente a otras monedas foráneas. Veamos:

1. Como política del Banco Central: medida aplicada como estrategia comercial o para corregir desequilibrios persistentes en la Balanza de Pagos, esta medida se dirige a fomentar las exportaciones y disminuir las importaciones.

La devaluación convertirá en más cara la divisa, por lo que desanimará las importaciones, por otro lado, dado que los bienes en el país con la moneda devaluada son más baratos para los extranjeros, las exportaciones aumentarán. Los importadores del país tendrán mayores dificultades para pagar los productos que traen del exterior, el resultado será una disminución de las importaciones. Entonces, sería probable que una devaluación mejorase la situación de la Balanza de Pagos disminuyendo su déficit o aumentando su superávit si se incrementasen sus ingresos por exportación de bienes y servicios, descendiese la importaciones de bienes y servicios o se diesen ambos comportamientos. Finalmente habrá un ajuste en la Balanza de Pagos.

2. Por incertidumbre: la falta de confianza en el comportamiento actual o futuro de una economía por parte de inversionistas y especuladores, igual como por cambios de diversa naturaleza en la economía internacional, generalmente derivan en que éstos retiran sus capitales del país en busca de rendimientos más atractivos o seguros. Ante un escenario de desconfianza, tanto inversionistas nacionales como internacionales, demandarán monedas extranjeras para cambiar la divisa local que posean.

De este modo la salida abrupta de capitales impactará en el tipo de cambio, a largo plazo en el ahorro, la inversión, la producción y el crecimiento económico, afectando nuevamente al empleo. Respecto a las finanzas gubernamentales o de algún corporativo, al presentarse una devaluación la deuda externa del Estado o corporativo se elevará en términos de la moneda doméstica.

Otro lado negativo de una devaluación es que afecta de sobremanera a asalariados, empleados, jubilados y a todos los que reciben pagos o compensaciones monetarias fijas, que no se modifican al mismo ritmo que la subida de precios y la devaluación de la moneda.

Si bien es cierto que una devaluación podría mejorar la posición de la Balanza de Pagos, ello dependerá en gran medida de la elasticidad del aparato productivo de la economía que devalúa, porque podría ocurrir que la mejora de la balanza de pagos proviniese de una contracción de las importaciones mas que por una mejora de las exportaciones, sin que dicha economía genere la capacidad de sustitución de los productos importados. Cuando una

multiplicado por la razón del índice de precios extranjero, con respecto al nacional. GÓMEZ CHIÑAS, Carlos. "*Perspectivas y realidades de política cambiaria en México*". En "*Lecturas de política monetaria y financiera*". SÁNCHEZ DIAZ, Alfredo (Coord.). 1ra. ed., Ed. Amacalli Editores. México 1997. Pág. 132.

economía tiene una baja elasticidad de respuesta de su aparato productivo a los incentivos provenientes de una devaluación, se podría generar inicialmente un aumento de la actividad económica y empleo internos si los agentes económicos prefieren comprar más bienes nacionales que extranjeros, pero también si dichos agentes económicos no pierden su poder de compra con una oleada de aumento de precios internos motivada por la especulación propia de toda devaluación. Sin embargo, esta recuperación no estará sostenida por progresos tecnológicos o productivos sino en una desviación momentánea de la demanda mundial hacia dicho país. Por lo que si la devaluación se toma como política monetaria deberá ir acompañada de otras políticas que estimulen las exportaciones y hagan menos vulnerable a la economía de choques externos para lograr que la sustitución de importaciones sea eficiente.

2.6.2 Apreciación cambiaria

El suceso opuesto a la devaluación es la apreciación cambiaria, es decir, el valor de una moneda crece en términos de otras (valor externo). En este caso los productos nacionales serán más caros en el exterior (exportaciones), mientras que los productos extranjeros (importaciones) resultarán más baratos para tal país.

Una moneda se aprecia cuando su demanda es mayor a su oferta, esta situación se da fundamentalmente cuando se incrementa la entrada de capitales al país. “La presencia de tasas de interés negativas o incertidumbre en otros países, provoca un exceso de liquidez internacional (...) entonces los capitales fluyen sobre tasas de interés reales positivas lo que causa procesos de revaluación de los monedas, el impacto sobre el tipo de cambio real es inevitable”²³.

El aumento en las tasas de interés reales puede darse como estrategia del país para atraer capitales y financiarse o, en el mejor de los casos, cuando una economía atrae la atención de los inversionistas del mercado cambiario por ser o parecer sólida, con pocos riesgos devaluatorios, solvencia, un bajo riesgo país, en resumen: cuenta con buenas expectativas de crecimiento, entonces, el precio de esa divisa aumentará. No obstante, la gran mayoría de los capitales que ingresen serán de cartera “los inversionistas institucionales dan mayor peso en sus carteras a los activos denominados en monedas con tendencias a la valorización” (Preser, 2000, p. 34).

Del mismo modo que la devaluación, la apreciación cambiaria tiene un lado negativo. Por lo general las consecuencias son derivadas de la pérdida de competitividad exterior causada por las importaciones más baratas, podemos mencionar las siguientes:

1. Atentar contra las exportaciones: un tipo de cambio sobrevaluado disminuye los incentivos de los países para importar productos del país con moneda sobrevaluada, disminuyendo la rentabilidad de los exportadores locales, contrayendo los incentivos para producir. A la larga retardará el crecimiento económico.

²³ ZÚÑIGA. Juan Antonio. En La Jornada. 31 de Julio de 2008. Pág. 34.

2. Pone en riesgo la soberanía alimentaria porque se prefiere importar a producir internamente, desestimula la inversión productiva y de servicios en el país, atentando con ello la creación de empleo.
3. La sobrevaluación estimula la demanda de divisas por parte de quienes quieren aprovechar que ésta es más barata, aumentarán las importaciones y gastos en el exterior, presionando las reservas internacionales y las necesidades de endeudamiento.
4. Favorece a grupos que tienen acceso a licencias de importación y posibilidades de obtener créditos externos. Estimula las utilidades particulares al mismo tiempo que disminuye el bienestar público.
5. “Los tipos de cambio sobrevaluados desestabilizan la cuenta de capital y a menudo precipitan las crisis de la deuda. La sobrevaluación ejerce presiones sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estos desajustes se pueden contrarrestar temporalmente mediante flujos de capital compensatorios. Un gobierno puede estar en capacidad de aumentar el endeudamiento para financiar más importaciones de bienes de consumo. Pero ante la necesidad de mayor endeudamiento, que refleja un déficit en cuenta corriente en continua expansión y, por lo general, la disminución del ahorro interno, la carga del servicio de la deuda aumentará llegando finalmente a una crisis”²⁴

²⁴ PFEFFERMANN, Guy. *¿A quien beneficia la sobrevaluación?*. Centro de Estudios Económico - Sociales. Año: 28. Marzo 1986 No. 602.

Capítulo III Riesgo País para el caso mexicano

3.1 Régimen cambiario en México, 2005 – 2008

El régimen cambiario es la forma en que el gobierno de un país decide manejar su moneda respecto al resto de las divisas extranjeras y la forma en cómo se regularán las instituciones implicadas en dicho manejo; dicho régimen influye decididamente en el precio oficial de la moneda y/o en sus fluctuaciones.

Existen tres regímenes básicos:

1. Tipo de cambio flotante o libre: el tipo de cambio se determina sin intervención del gobierno en el mercado de divisas; es el resultado de la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario. Debido a la volatilidad en el tipo de cambio y a los efectos que ésta puede tener en la economía real, los bancos centrales intervienen ofreciendo o demandando divisas, es por ello que en ningún país existe un régimen de libre flotación pura.
2. Tipo de cambio fijo: el valor de la moneda se fija con respecto a otra moneda, a una canasta de monedas o a otra medida de valor.
3. Crawling Peg: el tipo de cambio se ajusta de modo progresivo y controlado de acuerdo a una tasa como la inflación, a la tasa de interés, o a ambas. Es decir, el tipo de cambio se ajusta con pequeñas variaciones porcentuales.

En el caso mexicano, a través de los años, se ha pasado por diversos regímenes cambiarios, mismos que parecen ser detonados más por medidas emergentes que por acciones planeadas. La transición de un régimen de tipo de cambio se ha dado en situaciones de crisis, de alta inflación y fuertes depreciaciones de la moneda, el nuevo régimen del tipo de cambio se ha visto como una solución. La transición hacia otro régimen cambiario en periodos relativamente cortos demuestra que éstos han fracasado, en parte, por no implementar una política económica adecuada (monetaria, fiscal y de fomento a la producción) acorde con el nuevo régimen adoptado, las políticas que acompañan al nuevo régimen son de carácter temporal para sostener al tipo de cambio²⁵.

- a) Tipo de cambio fijo (1949 – 1976): la crisis de los años setenta se caracterizó por fuertes presiones inflacionarias, la política económica expansionista había mantenido sobrevaluado el peso, hecho que agravo las relaciones con el exterior durante la crisis. En 1976 se decretó una devaluación del peso frente al dólar y se estableció el tipo de cambio flotante.
- b) Tipo de cambio ajustable (1976 – 1982): las autoridades podían ajustar el tipo de cambio cuando hubiera desequilibrios en las cuentas nacionales. Con la crisis de deuda de 1982 y su consecuente fuga de capitales, el peso experimentó una brusca devaluación, a partir de entonces comenzó a utilizarse el tipo de cambio como ancla nominal antiinflacionaria.

²⁵ ZAVALETA HURTADO, Gustavo. “Enfoques teóricos de los determinantes del tipo de cambio”. Tesis de Licenciatura en Economía. México 1995. UNAM. Facultad de Economía.

- c) Tipo de cambio dual y deslizamiento controlado (1989 – 1991): con el programa de estabilización económica, Pacto de Solidaridad, para mantener bajos niveles de inflación, el peso se sobrevaluó, para evitarlo se comenzó a depreciarlo de manera moderada.
- d) Bandas cambiarias (1991 – 1994): tipo de cambio como ancla inflacionaria. Se trató de que la inflación entre México y EEUU se fuera estrechando, para ello se utilizó la fluctuación del tipo de cambio dentro de ciertos márgenes que permitieran flexibilidad cambiaria y certidumbre a los agentes económicos.

En 1994, después de una serie de desequilibrios económicos y financieros, estalla la crisis financiera-cambiaria en nuestro país, llamada por algunos como “la primera gran crisis financiera del siglo XXI”. Incluyó una brusca devaluación del tipo de cambio y la pérdida de credibilidad internacional. Como una medida para hacer frente a la crisis, que amenazaba con tener mayores efectos de contagio hacia otros países el FMI, Estados Unidos, Canadá y los principales bancos centrales europeos, otorgaron un crédito contingente a nuestro país, aunque bajo ciertas condiciones, para estabilizar la economía y, de esta manera, asegurar la devolución del principal más intereses.

Para ello se implementaron diversas estrategias y/o se reforzaron algunas que se comenzaron a implantar desde la crisis de deuda de 1982 dirigidas a fortalecer la economía de mercado, entre las más relevantes tenemos:

- a) Disciplina fiscal: el gobierno debería reducir su gasto, de manera que se redujera sensiblemente el déficit de cuenta corriente y se pudieran liberar recursos para apoyar al sector privado.
- b) Política monetaria: se volvió más activa para poder mantener indicadores como el tipo de cambio, la tasa de interés y la inflación estables.
- c) Política cambiaria: Se adoptó formalmente el régimen del tipo de cambio flotante, al mismo tiempo que se reforzaron las medidas para mantener la autonomía del Banco Central.
- d) Desregulaciones: principalmente al comercio exterior y a los movimientos de capital.
- e) Privatización de empresas paraestatales consideradas poco eficientes.
- f) Sistema financiero: tuvo lugar una profunda reorganización al modificar el papel que hasta entonces, en este ámbito, había tenido el Estado y el Banco de México, se redujo considerablemente su participación. Se supuso que con la desregulación y la apertura al capital externo se fomentarían la competencia, se incrementarían los niveles de eficiencia y, de esta manera, se apoyaría el proceso de reindustrialización de país diversificando los instrumentos financieros para hacerlo más accesible además de apoyar la creación de adecuados niveles de modernización tecnológica.

Fue la política cambiaria la que sufrió mayores cambios, decidiéndose en 1995 adoptar un nuevo régimen cambiario: la libre flotación. Entonces, el nivel de la moneda se determinaría por las condiciones de mercado, es decir, el precio de la moneda se dejaría flotar en el mercado según los movimientos de su oferta y su demanda; aunque bajo la vigilancia del Banco Central que podría

intervenir cuando este precio se alejara de los niveles considerados aceptables. Y es que, como la propia Constitución Política de los Estados Unidos lo estipula “el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda (...) estableciendo el objetivo de alcanzar una inflación similar a la de nuestros principales socios comerciales”²⁶, éste a través de diferentes mecanismos interviene en el mercado de dinero (por ejemplo, régimen de saldos diarios y subastas), cuando el valor de la moneda se aproxima o llega a niveles que sugieren depreciación o que las autoridades monetarias consideren contribuyen a generar incertidumbre entre los agentes económicos y que, de igual manera, alimentan presiones inflacionarias²⁷.

Aunque en un principio se temía que este régimen diera paso a la volatilidad cambiaria, no fue el caso gracias a la casi pronta recuperación de la confianza internacional por la gran cooperación que el gobierno mexicano mostró, por lo que se decidió adoptar formalmente este régimen (mismo que tenemos hasta la fecha), convirtiéndose México en el primer país emergente en implementar tal régimen, hasta entonces sólo utilizado por economías desarrolladas y que gozaban de gran credibilidad.

Ya que el objetivo era profundizar las reformas de mercado e insertar al país en la creciente globalización financiera, fue lógico argumentar que el valor del tipo de cambio fuera fijado por la interacción de la oferta y la demanda. Se argumentó que la libre flotación contribuiría a la estabilidad y al crecimiento económico de largo plazo, pues el valor de la moneda se ajustaría de acuerdo a lo ciclos económicos y a los requerimientos internos (apreciación/depreciación), al mismo tiempo que funcionaría como un vínculo con el mercado internacional. Mientras que un tipo de cambio fijo, al no poder realizar ajustes por medio de variaciones en su valor, cuando las circunstancias para mantener el valor dado de la moneda cambian, el ajuste tiene que hacerse a través de los precios, los costos y, en general, la actividad económica. Es por ello que el régimen de tipo de cambio fijo se asoció con crisis y se prefirió el tipo de cambio flexible. Según la teoría económica neoliberal, el tipo de cambio flexible o de libre flotación contribuiría a mantener la estabilidad macroeconómica porque:

- 1) No genera exceso de volatilidad
- 2) Otorga flexibilidad a la economía para absorber choques externos
- 3) Reduce el riesgo moral generado por un régimen de tipo de cambio predeterminado
- 4) Reduce la dolarización de depósitos bancarios
- 5) Contribuye al desarrollo de un mercado de deuda nominal de corto plazo.²⁸

²⁶ “*La conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios*”, Banco de México. México 2008.

²⁷ “Ante las condiciones de incertidumbre y falta de liquidez en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios ha decidido realizar intervenciones cuando el tipo de cambio sube 3% respecto al cierre del día hábil inmediato anterior”. Banco de México. México 2008.

²⁸ MARTÍNEZ TRIGUEROS, Lorenza. “*La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria*”. En Boletín Económico de Información Comercial Española. Núm. 821. Marzo – Abril. España 2001. Págs. 11 – 31.

3.2 Evaluación del desempeño económico mexicano, 2005 – 2008

3.2.1 Antecedentes

Desde la crisis de 1994 las políticas económicas implementadas en nuestro país se han orientado a tratar de mejorar los cimientos macroeconómicos para así fortalecer la economía de libre mercado orientada hacia las exportaciones y retomar el crecimiento económico, a través de medidas de tipo monetario, fiscal, comercial, financiero y laboral.

Durante el sexenio 1994 – 2000 el nuevo gobierno puso todos sus esfuerzos en contener la crisis y reestructurar la economía, obteniendo cierta mejoría en estabilizar el tipo de cambio, incrementar las reservas internacionales, bajar las tasa de interés, favorecer el retorno moderado de ahorro externo, incrementar el producto, reducir la deuda total como porcentaje del PIB, disminuir la deuda externa, incidir en la leve recuperación del nivel de empleo y favorecer la estabilidad financiera. Sin embargo, por otro lado el salario real descendió, la deuda interna y el déficit fiscal se incrementaron considerablemente. Además, el déficit de cuenta corriente y de la balanza de bienes y servicios aumentó.

Cuadro 1 Resumen de las principales variables macroeconómicas 1994 - 1999

VARIABLE	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Crecimiento anual del PIB	3.70%	-6.90%	5.10%	6.80%	4.80%	3.70%
Inflación anual promedio	7.10%	51.97%	27.70%	15.70%	18.60%	12.32%
Tipo de cambio respecto al dólar	\$3.41	\$6.60	\$7.65	\$8.03	\$9.35	\$9.97
Saldo Balanza Comercial (mdd)	-\$18,464.00	\$7,089.00	\$6,531.00	\$623.00	-\$7,915.00	-\$5,360.00
Total Inversión Extranjera (mdd)	\$19,519.70	-\$188.40	\$22,753.90	\$17,866.60	\$13,683.30	\$25,739.00
Saldo deuda externa pública (mdd)	\$85,435.00	\$100,933.00	\$98,284.00	\$88,321.00	\$92,294	\$92,289.00
Saldo reservas internacionales (mdd)	\$17,924.89	\$11,250.28	\$15,913.31	\$22,847.96	\$29,504.01	\$30,568.78
Saldo finanzas públicas como % del PIB	0.10%	0%	0%	0.70%	1.20%	1.10%

Fuente: Anuario Estadísticas Financieras Internacionales 2000, FMI

Como lo ilustra el Cuadro 1 después de que en 1995 la economía se contrajera en un 6.90%, en 1996 y 1997 se presenta una recuperación importante debido, en parte, a las políticas restrictivas dirigidas a crear estabilidad y certidumbre en las actividades económicas, principalmente, las financieras. Esta situación permitió recuperar la confianza internacional, pues de entrada, variables como la inflación, tasas de interés, tipo de cambio y, sobre todo, el déficit de cuenta pública y saldo de la balanza comercial, lograron mantenerse estables.

El clima de certidumbre económica derivó en un ligero aumento del ahorro interno, retorno de capitales que incrementaron la inversión interna y, al mismo tiempo, estimularon las importaciones y exportaciones. Así, el sector externo fue uno de los principales detonantes de la recuperación pues desde entonces “el modelo de crecimiento denominado globalizador o neoliberal se planteó como un

objetivo prioritario resolver los desequilibrios macroeconómicos, uno de estos desequilibrios era el de la cuenta externa. Al arrancar la vigencia del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y en una coyuntura de depresión económica, las exportaciones mantuvieron un nivel de actividad importante mientras que las importaciones se redujeron por la contracción que sufrió la economía nacional; esta situación generó un saldo superavitario que se mantuvo en 1996 y 1997, ya que el TLC se convirtió en una palanca importante para estimular al subsector exportador. Sin embargo, una vez estabilizado el crecimiento económico a mitad del sexenio, la balanza de bienes y servicios se volvió deficitaria²⁹. El regreso de los flujos financieros y de inversión directa contribuyó a la generación de empleos y aumento del consumo interno. La recuperación se atribuyó a la eficacia de la política económica neoliberal y a la confianza que ésta inspiraba entre los agentes económicos nacionales e internacionales. Si bien es cierto aunque, desde 1996 y hasta 2000 la economía mexicana mostró una rápida recuperación, ésta no se basó en cambios de fondo, sino en expectativas generadas por la liberalización.

Ya para el año 2000 la economía gozaba de cierta estabilidad, tanto que el año fue apuntado como un año exitoso en términos macroeconómicos: el PIB creció dos puntos porcentuales por arriba de lo estimado, el tipo de cambio terminó el año en un promedio del \$9.47 pesos por dólar, la tasa de interés se mantuvo baja y se logró reducir más de lo pronosticado el déficit, todo lo anterior creó condiciones de estabilidad, favorecido además por el buen desempeño de la economía estadounidense que “vivió en la década de los noventa no la expansión más fuerte, pero sí la más larga de la posguerra en tiempos de paz; fue un ciclo expansivo que se prolongó desde 1992 hasta el 2000 (...). La economía mexicana se ligó a esta expansión mediante el auge del comercio exterior y eso explica en parte por qué pudimos salir tan rápido de la crisis financiera de 1994”.³⁰

Aunado a lo anterior, la relativamente rápida recuperación también puede explicarse porque el nuevo gobierno generó grandes expectativas positivas por el supuesto potencial político con que llegaba para impulsar las reformas estructurales.

No obstante, la situación comienza a cambiar en 2001 cuando la economía mexicana sigue la tendencia de la economía norteamericana que atraviesa por un periodo de desaceleración causado por el estallido de la “burbuja financiera” que inició con el desplome bursátil y derivó rápidamente en la disminución del crecimiento de la economía en su conjunto.

La desaceleración económica en 2001 hizo que disminuyera rápidamente el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense: situaciones como el sobreendeudamiento de las familias y empresas provocaron una fuerte caída del consumo y, por tanto, la disminución de las importaciones (hasta

²⁹ ROBLES, Josefina. “*Balance de la economía mexicana 1993 – 2003*”. En El Cotidiano, Mayo – Junio Vol. 19, Núm. 125. UAM Azcapotzalco 2004. Pág. 78 – 86.

³⁰ ÁLVAREZ BÉJAR, Alejandro, “*La recesión de 2001 y las políticas anticíclicas en Estados Unidos: enseñanzas para México*”. Ponencia al XVIII Seminario de Economía Mexicana, Instituto de Investigaciones Económicas. México 2002. UNAM. Facultad de Economía. Pág. 10

entonces baratas por la mayor entrada de capitales a EEUU que provocaron la sobrevaloración del dólar durante el auge económico de los noventa); el rubro más golpeado al interior de EEUU fue el del empleo, principalmente en actividades financieras, tecnológicas y de telecomunicaciones. Hechos que impactaron en muchas otras economías.

Inevitablemente, el ambiente de incertidumbre impactó en las decisiones de inversión, tanto pública como privada: con los recortes presupuestales la inversión pública disminuyó, aunque en menor medida que la inversión privada. La IED no fue la excepción, sobre todo en sectores dinámicos como el financiero y manufacturero.

Otro rubro que resintió fuertemente la menor demanda e inversión, fue el empleo esto como resultado de los constantes recortes laborales para disminuir costos.

La inflación, como uno de los ejes centrales logró mantenerse en niveles estables. Otra meta cumplida fue la reducción del déficit fiscal: gracias a los mayores ingresos petroleros el gobierno dispuso de mayores recursos, aunque la mayor parte de tales recursos fueron absorbidos por el propio gobierno.

El periodo de 2001 a 2003 fue de estancamiento, atribuido a la recesión en EEUU. No obstante, a pesar de que se dispuso de mayores recursos derivados de los ingresos petroleros no se reactivó la inversión productiva ni se implantaron medidas para mejorar la competitividad.

Desde mediados de 2002 se ponen en práctica en EEUU medidas encaminadas a enfrentar la recesión: bajas en las tasas de interés para ayudar a familias y empresas sobreendeudadas, disminución de precios de energía, así como paquetes de estímulos fiscales³¹ que poco a poco reactivaron la economía. En nuestro país no existió una política anticíclica como tal, en 2003 se creó el Programa para impulsar la Desarrollo del Mercado Interno, el cual consistió en 4 puntos:

1. Apoyo a la competitividad a través de mejoras regulatorias
2. Fomento al desarrollo en infraestructura
3. Impulso a empresas nacionales (compras de gobierno) y
4. Promoción de la inversión por medio de la implementación de estímulos fiscales.

Los resultados obtenidos fueron muy pobres, la estrategia entonces fue esperar la recuperación estadounidense y seguir reforzando las medidas de estabilidad económica, como puede leerse en los informes de gobierno del periodo.

Siguiendo la política de la Reserva Federal de bajar las tasas de interés, el gobierno foxista bajó la tasa de interés interbancaria de equilibrio con el propósito de estimular la actividad económica. Es hasta 2004 cuando en nuestro país hay cierta mejoría alentada por la reactivación de la actividad manufacturera en EEUU, incremento de las exportaciones petroleras y extractivas por los altos precios internacionales; situaciones que permitieron expandir el gasto doméstico y, con ello, la formación bruta de capital fijo debido a la compra de maquinaria y equipo. Asimismo, el gobierno incrementó su consumo y, en menor medida, la inversión en infraestructura en el sector energético, gasto social y

³¹ A lo largo de 2001 la FED recortó 11 veces consecutivas la tasa de interés de corto plazo llevándolas a niveles límites históricos, inyectó fuertes cantidades de efectivo al sistema bancario para asegurar que una amplia liquidez mantuviera a los mercados funcionando. Se aplicó una profunda política de estímulos fiscales que ya estaba programada como parte del paquete del gobierno republicano de George Bush.

sector agropecuario. “En consecuencia, el gasto primario del sector público presupuestario se incrementó 4.2% y la inversión física presupuestaria creció 16.2%”.

A pesar de la mejoría en el comportamiento del producto y otras variables durante 2003 y 2004, éste no fue lo suficiente como para crear la cantidad de empleos formales necesarios, como consecuencia de la falta de proyectos productivos y por los constantes recortes de personal. Según el 4to. Informe de Gobierno del Presidente Fox “no es que con la mejoría económica no se hayan creado más y mejores empleos, sino que debido a esta mejoría se incrementó la tasa neta de participación económica, es decir, población mayor a 12 años dispuesta a trabajar y a aprovechar la reactivación”.

Cuadro 2 Resumen de las principales variables macroeconómicas 2000 - 2004

VARIABLE	2000	2001	2002	2003	2004
Crecimiento anual porcentual del PIB (México)	6.60%	-0.28%	0.80%	1.40%	4.20%
Crecimiento anual porcentual del PIB (EEUU)	3.70%	0.80%	1.60%	2.50%	3.60%
Inflación anual promedio (México)	7.90%	4.40%	5.70%	4.00%	5.20%
Inflación anual promedio (EEUU)	3.37%	2.82%	1.59%	2.28%	2.68%
Saldo Balanza Comercial (México, mdd)	-\$694.76	-\$801.39	-\$636.08	-\$481.62	-\$734.26
Saldo Balanza Comercial (EEUU, mdd)	-\$379,837.0	-\$365,132.0	-\$423,729.0	-\$496,923.0	-\$607,734.0
Tasa de interés (CETES, México)	15.24%	11.30%	7.08%	6.20%	6.82%
Tipo de cambio respecto al dólar	\$9.47	\$9.32	\$9.76	\$10.80	\$11.31
Tasa de desempleo abierto (México)	2.58%	2.76%	2.98%	3.41%	3.92%
Endeudamiento externo como % del PIB (México)	27.30%	25.30%	23.90%	24.70%	23.70%

El efecto que tal recesión tuvo en nuestra economía, que por estar orientada hacia el exterior fue rápidamente contagiada. A partir de 2001, la recesión estadounidense se hace evidente en el comportamiento del producto mexicano. En gran medida consecuencia de la disminución del comercio internacional, contracción del consumo gubernamental y privado por el menor dinamismo económico.

Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México

En términos generales se puede decir que el lapso que abarca el sexenio foxista fue de franco estancamiento y bajas expectativas económicas, no sólo por la desaceleración en Estados Unidos, sino por que el autollamado *gobierno del cambio* prometió mucho más de lo que cumplió y continuó con la idea de que la participación más importante del Estado en la economía es la creación y mantenimiento de un entorno de estabilidad macroeconómica que favorezca la captación de ahorro externo y el control de precios clave. Si bien es cierto, México lo ha logrado, pero también es cierto que tales políticas han contribuido poco al desarrollo y estímulo de la economía real. La estabilización de la economía se ha logrado a costa del crecimiento de la misma, la caída en el ingreso y el empleo.

3.2.2 Evolución reciente de los principales fundamentales de la economía, 2005 – 2008

La política económica de estabilización tiene como objetivo procurar que el comportamiento de las variables macroeconómicas sea constante. A pesar de que tal objetivo, en términos generales, si se ha cumplido y hemos visto una relativa mejoría, ésta no ha sido lo suficiente como para solucionar los problemas económicos y sociales más graves.

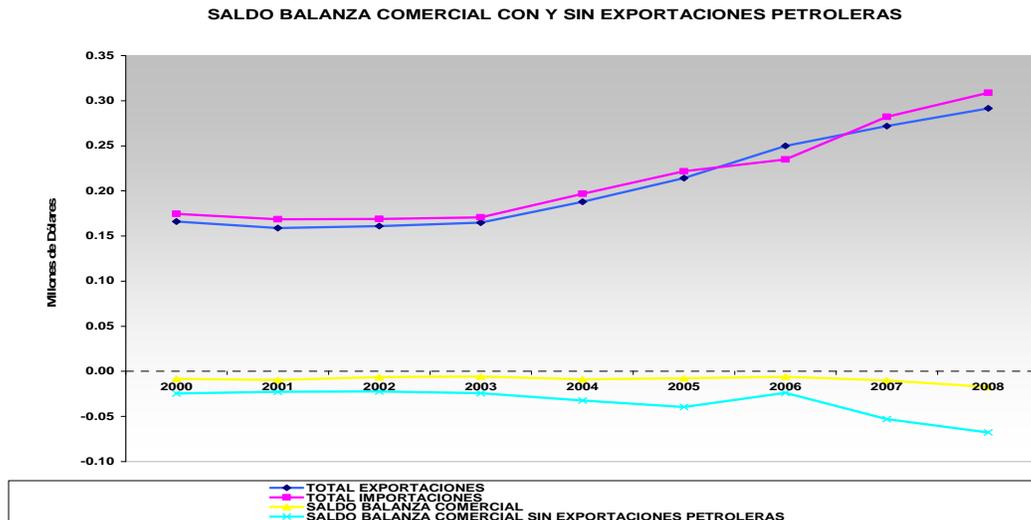
Política de comercio exterior:

Luego que desde 1982 se decidiera adoptar la estrategia de liberalización económica como un medio para alcanzar la estabilidad económica, elevar la eficiencia del aparato productivo y fomentar la generación de divisas vía exportaciones, nuestra economía se orientó preponderantemente hacia el exterior. Actualmente contamos con 12 Tratados de Libre Comercio con 44 países, 6 Acuerdos de Complementación Económica y 24 Acuerdos para la Protección y Promoción Recíproca de la Inversión, lo que convierte a México en uno de los países de mayor apertura en el mundo. El nivel de apertura hasta el tercer trimestre de 2008, según la Secretaría de Economía y el FMI, es de casi 62%, es decir, casi toda la economía está abierta. Sin embargo, las exportaciones no son lo suficientemente grandes como para contrarrestar esta situación. Esencialmente, tenemos un país importador

Contrario a lo que se esperaba, la apertura económica y la paulatina disminución o supresión de aranceles que ello implica, ha resultado más perjudicial que benéfica para la planta productiva nacional que no es lo suficientemente competitiva frente a las importaciones, la mayor entrada de éstas ha provocado que se dañen encadenamientos productivos y, por tanto, fracturas en el aparato productivo en su conjunto. Como consecuencia tenemos un impacto negativo en cuanto a la generación de empleo y ahorro interno; situaciones que, cual círculo vicioso, impactan negativamente en la entrada de inversión y, nuevamente, generación de empleo y ahorro interno por la transferencia de recursos que las importaciones representan.

Tal situación se traduce en enormes déficits de comercio exterior.

Gráfico 1



Resumen Balanza Comercial: diferencia entre las exportaciones e importaciones, en nuestro caso, el déficit refleja un aumento de las obligaciones con el exterior y la baja productividad nacional.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Política Fiscal y de Gasto:

Según la lógica de las últimas administraciones se debe privilegiar una política de austeridad para tener equilibrio en las finanzas públicas a través de la disminución del gasto público y así evitar presiones inflacionarias y elevado endeudamiento.

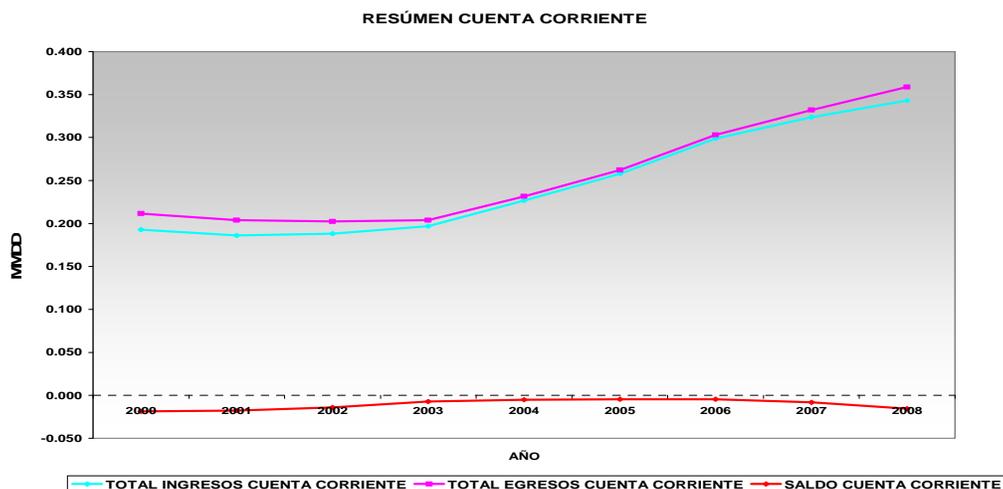
El menor gasto gubernamental para tratar de disminuir el déficit se ha reflejado en la contracción del mercado interno y, al mismo tiempo, la disminución de la tasa de ganancia de las empresas.

Se ha intentado favorecer las fuentes de ahorro interno para financiar el desarrollo económico y social, ello a través del fortalecimiento de la hacienda pública, aumento de la competitividad en la producción y del sistema financiero con resultados, hasta el momento, poco alentadores.

Durante años la política fiscal y de gasto, en concordancia con la política monetaria, tienen como objetivo principal contribuir a la reducción de la inflación.

Según la OCDE, el casi permanente déficit de cuenta corriente que presenta nuestra economía se puede explicar principalmente por elementos como que el nivel de competencia al interior del país es bajo, existe una base de ingresos débil, hasta 2008 los ingresos del gobierno fueron inferiores al 20% del PIB, demasiado bajos comparado con el 37% de los países integrantes de la OCDE para el mismo año. Adicionalmente, habría que considerar la pesada carga que el pago de la deuda del gobierno representa.

Gráfico 2



El saldo de cuenta corriente: refleja el exceso de gasto sobre los ingresos, el déficit de cuenta corriente no necesariamente debe negativo, puede reflejar la mayor entrada de capitales y oportunidades de inversión.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Productividad:

Inevitablemente, al hablar del desempeño económico mexicano tenemos que hablar del comportamiento económico de Estados Unidos; país con el que actualmente se realiza cerca del 85% del intercambio comercial; situación que incluso puede verse como un problema estructural por la enorme dependencia que se tiene de tal economía.

En 2005, favorecido por el crecimiento económico mundial, las variables macroeconómicas mexicanas mostraron un comportamiento estable, lo cual apoyó la expansión de actividades productivas y relacionadas con el comercio interno y externo. Gracias a este dinamismo, la inversión privada mostró un alza, lo mismo que la inversión pública.

Durante la primera mitad de 2005 la actividad económica interna se mantuvo en la parte alta del ciclo económico (...) parcialmente gracias al avance de las exportaciones petroleras, el ascenso en el precio internacional del crudo y la reducción de la oferta mundial de hidrocarburos³².

El sector terciario se expandió debido al mayor crecimiento y dinamismo del sistema y los servicios financieros, al mismo tiempo que generó la mayor parte de los empleos formales. La actividad industrial fue más dinámica por la mayor demanda estadounidense que impulsó el crecimiento de las exportaciones, fundamentalmente las de manufactura y maquila. El sector primario tuvo una contracción en su actividad por las menores áreas cosechables, situaciones climáticas desfavorables, falta de inversión y mayor competencia internacional.

A pesar de que 2005 fue económicamente catalogado como un buen año, no fue lo suficientemente bueno como para generar por lo menos los 1.3 millones de empleos prometidos, en total ese año sólo

³² FOX QUESADA, Vicente. "5to. Informe de Gobierno". México 2005.

se crearon 308 mil 215 empleos formales y los salarios reales aumentaron menos que moderadamente. Nuevamente, el crecimiento de la economía no alcanzó a satisfacer las necesidades de la población. A partir de 2006 inicia una tendencia a la baja en el crecimiento de Estados Unidos, después de casi 5 años de expansión económica basada en una política monetaria relajada, aumento del consumo y disminución del ahorro interno, ya que para poder recuperarse de la desaceleración de 2001 y reactivar la economía, la Reserva Federal bajó las tasas de interés, estimulando con ello el consumo privado de las familias por el incremento del ingreso disponible, situación que al mismo tiempo provocó la disminución del ahorro interno. El mercado que mayor auge tuvo durante este lapso fue el mercado hipotecario y de construcción de vivienda.

En ese mismo año el mayor crecimiento de Estados Unidos y China creó un aumento en la demanda de *commodities* a nivel mundial, demanda que la oferta no alcanzaba a cubrir, condiciones que poco a poco generaron presiones inflacionarias. Como respuesta, la Reserva Federal finalizó su política monetaria expansiva y comenzó a incrementar la tasa de interés, hecho que, inicialmente, impactó en el mercado inmobiliario dando inicio al declive de la economía estadounidense que continúa en 2007 y es a principios de 2008 cuando ya comienza a verse claramente la presencia de la crisis económica.

En este momento “todos los países están sufriendo los efectos de la crisis (...) las economías avanzadas muestran una reducción o caída en sus niveles de producción y empleo. Las economías emergentes registran en general una desaceleración brusca de la actividad productiva y la ocupación formal, y en algunas de ellas se ha producido ya una contracción en sus niveles absolutos”³³.

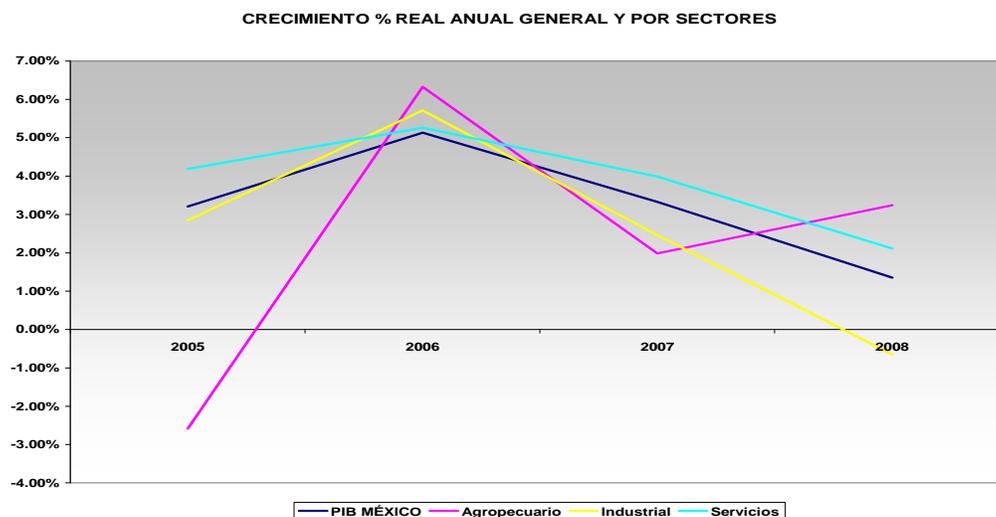
Para nuestro país, como lo señala organismo financieros internacionales “los efectos de la crisis se dejarán sentir con fuerza en la economía de América Latina y el Caribe” (CEPAL), en particular “la economía mexicana se desacelerará más rápido de lo previsto, dada la estrecha relación que existe con EEUU” (FMI). En nuestro caso “a la primera ronda de contracción de exportaciones le siguen otras rondas de efectos que deprimen el ingreso y el empleo de sectores abocados a satisfacer el mercado interno”³⁴.

Es previsible que por lo menos para los próximos dos años el crecimiento económico siga siendo insuficiente para satisfacer las necesidades reales del país.

³³ MORENO BRID, Juan Carlos, “*La economía mexicana frente a la crisis internacional*”. En Nueva Sociedad N. 220. Marzo – Abril 2009.

³⁴ Ídem.

Gráfico 3



Durante la primera mitad de 2005 la actividad económica interna se mantuvo en la parte alta del ciclo económico, parcialmente gracias al avance de las exportaciones petroleras. A partir de 2006 inicia una tendencia a la baja en el crecimiento de Estados Unidos.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Empleo

A pesar de la relativa fortaleza hasta 2007 de la economía mexicana, ésta no logró generar los empleos necesarios, acordes con el crecimiento de la población, los pocos empleos formales creados hasta el momento no son bien remunerados, por lo que gran parte de la población económicamente activa se encuentra ocupada en empleos informales, migra o está subocupada.

La mayor parte de los empleos formales fueron generados por el sector servicios, seguido del sector industrial, dejando en último lugar al sector primario. Hasta el momento, la mayor parte de los empleos generados en los tres sectores son de carácter eventual.

Tal situación se agrava con la actual contracción económica que obliga a las empresas a reducir costos, principalmente en aquellas orientadas a la exportación, siendo la plantilla laboral uno de los rubros casi obligatorios de recorte.

Para la OIT la siguiente fase de la recesión será una crisis mundial del empleo. Situación en la que, recomienda, es primordial poner atención por el creciente malestar social que genera y las posibles repercusiones que tendrá, pues el desempleo actuará como un factor que incrementa la pobreza y desigualdad en los países, crecimiento de la migración, violencia, corrupción y descontento social.

**Cuadro 3 Personas ocupadas por Sector
(Millones de personas)**

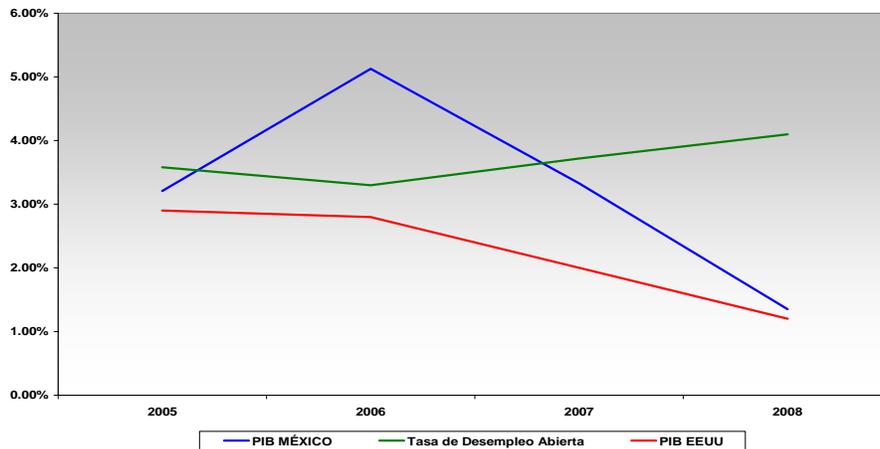
Año	Población total	Total población ocupada en el sector primario	Total población ocupada en el sector secundario	Total población ocupada en el sector terciario
2005	103,946,366	6,163,525	10,502,089	24,196,647
2006	104,857,167	5,995,001	10,884,202	25,134,976
2007	105,791,141	5,842,539	11,074,048	25,816,636
2008	106,573,372	5,781,263	11,001,850	26,479,662

A menor tasa de crecimiento del PIB, mayor tasa de desempleo Según la OCDE, de los 30 países que la integran México es el que presentará las mayores tasas de desempleo por las bajas proyecciones que crecimiento económico para los próximos años.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfico 4

**RELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DEL PIB EEUU Y PIB MÉXICO:
IMPACTO EN LA TDA MEXICANA**



El decrecimiento del PIB implica, necesariamente, un incremento en las tasas de desempleo.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Competitividad

Según la definición académica de competitividad ésta es “un campo de conocimiento que analiza los hechos políticos y económicos que determinan la habilidad de una nación para crear y mantener un ambiente que sustente la creación de valor para sus empresas y mayor prosperidad para su gente”. En un mundo cada vez más globalizado este concepto adquiere mayor relevancia, pues en gran medida se trata de ser atractivo como país. Por tanto, la competitividad también implica confianza en la economía en cuestión.

De acuerdo con el investigador económico José Luis Calva la competitividad es un fenómeno complejo en el que intervienen múltiples factores interrelacionados, los cuales podemos agrupar en cuatro mega indicadores: 1) *Desempeño Macroeconómico*: incluye el comportamiento del producto

nacional, el empleo, el comercio internacional, la inversión, los precios, etc. 2) *Infraestructura*: incluye infraestructura básica, es decir, carreteras, puertos, agua potable, y otros, infraestructura tecnológica y científica, servicios de salud y ambientales, 3) *Eficiencia de gobierno*: definida como el grado en que las instituciones y políticas públicas favorecen la competitividad, considerando variables como democracia, legalidad, política fiscal, regulación de mercados financieros y gastos en educación, y, 4) *Eficiencia empresarial*, definida como el grado en que las empresas logran innovaciones, rentabilidad y comportamiento responsable. De este modo, el concepto de competitividad es un concepto dinámico en el cual también influye el comportamiento del tipo de cambio al impactar en los costos laborales, exportaciones, importaciones, ingresos, etc.

Aunque a nivel global existen muchos indicadores para medir la competitividad de los países en distintos rubros, el Índice de Competitividad Económica del World Economic Forum el más reconocido a nivel internacional, evalúa dos aspectos principales relacionados con el crecimiento y el clima de negocios: primero un ambiente macroeconómico estable y un clima institucional basado en la ley, los derechos de propiedad, bajo nivel de corrupción y elevados estándares de transparencia.

Para México, según este indicador en 2008 el país cayó siete posiciones respecto al año anterior. Según el reporte tanto la caída como la tendencia a la baja se debe a la mala calidad de sus instituciones públicas, un ineficiente sistema impositivo y la parálisis de las reformas pendientes derivadas de la ruptura del consenso político. El Índice también destacó preocupación por los elevados niveles de criminalidad, fenómeno que ha afectado severamente el ambiente de negocios, precisamente por ello, México se ubica como el tercer país más costoso del mundo respecto a los gastos extraordinarios que las empresas deben enfrentar para protegerse de la inseguridad. Adicionalmente, la baja en la posición dentro del Índice se explica porque el comportamiento de la economía mexicana sigue sujeta a los movimientos de la economía estadounidense, sin que las autoridades económicas mexicanas hayan logrado implementar políticas que favorezcan la productividad y el crecimiento.

Según a CEPAL, el bajo crecimiento de la economía mexicana se debe a la alta dependencia del vecino del norte y sugiere, no sólo para México sino para América Latina, “revisar el modelo de desarrollo y trabajar en alternativas que alejen del Consenso de Washington”³⁵.

Deuda

Aún cuando se tenga que el endeudamiento externo e interno de México es menor que el registrado por otras naciones, incluso algunas desarrolladas, y que el refinanciamiento ha resultado benéfico; lo cierto es que el costo de la deuda representa una pesada carga para las finanzas públicas y para la economía en su conjunto por la considerable transferencia de recursos al exterior que tan sólo por pago de intereses tiene que hacerse.

³⁵ “*México debe dejar dependencia de Estados Unidos*”. Notimex. Lunes 19 Noviembre 2007.

“La deuda, tanto interna como externa, está más allá de los ingresos fiscales y del crecimiento económico y, por consiguiente, acaba con los cuantiosos recursos económicos que el país produce. Es el financiamiento de la deuda lo que origina la más grande fuga que tiene el país y por lo que se está recortando constantemente el presupuesto del gasto público”.

Si a lo anterior agregamos la insuficiente generación de ahorro interno tenemos la justificación utilizada para mantener y profundizar las políticas neoliberales y restrictivas.

Balanza de Pagos

Uno de los elementos más utilizados para conocer la situación actual y perspectivas económicas de un país es sin duda la Balanza de Pagos, que al ser un registro de todas las transacciones y operaciones tanto internas como externas, muestra de manera rápida y resumida el comportamiento de diversos aspectos de la economía. Diferentes situaciones exigen un análisis detallado de la misma, por ejemplo el comportamiento de los principales indicadores económicos y su incidencia en la calificación del Riesgo País así como su impacto en los movimientos de capital.

La evolución de la Balanza de Pagos es un indicador importante porque “los inversionistas extranjeros comprarán una mayor cantidad de nuestros activos cuanto más elevado sea el tipo de interés que nuestros activos pagan en relación con el tipo de interés mundial (spreads). La tasa de entrada de capital o superávit de la cuenta de capital, es una función creciente del tipo de interés: cuando el tipo de interés es igual al mundial no hay flujos de capital; si es más elevado habrá una entrada de flujos de capital e, inversamente, si es más bajo, habrá una salida”³⁶. Tales movimientos estarán, igualmente, relacionados con el tipo de cambio.

Para México, hasta mediado de 2007 el manejo de las políticas económicas para atraer capitales habían sido relativamente exitosas en cuanto a la captación de ahorro externo, aunque en su mayoría se trató de inversiones de cartera.

En conclusión, uno de los factores más importantes que influyen en el tipo de cambio es, sin duda, la Balanza de Pagos por servir a agentes económicos nacionales y extranjeros para conocer las expectativas políticas y económicas.

Estabilidad política y social

El consenso político no es muy fuerte, los partidos políticos parecen obstaculizarse unos a otros en la toma de decisiones y no existe continuidad en las políticas públicas. La enorme corrupción y el débil e ineficiente sistema legal hacen que tengamos una menor gobernabilidad.

En lo social, independientemente de la actual coyuntura económica, la enorme desigualdad social y de ingresos, el creciente desempleo y violencia, entre otros que vive la sociedad mexicana hacen que

³⁶ VARGAS, Daniel. *“La Balanza de Pagos”*. Facultad de Ciencias Administrativas y Contables, Pontificia Universidad Católica Del Ecuador

parezcan previsibles y latentes serias manifestaciones de descontento. Situación que los inversionistas conocen y reflejan en el momento de pensar en invertir en nuestro país.

Sistema financiero

A partir de las reformas estructurales, se ha convertido en uno de los sectores más dinámicos y rentables.

Se supuso que con la desregulación y la apertura al capital externo se fomentaría la competencia, se incrementarían los niveles de eficiencia y, de esta manera, se apoyaría el proceso de reindustrialización de país diversificando los instrumentos financieros para hacerlos más accesibles, además de apoyar la creación de adecuados niveles de modernización tecnológica.

Se creyó tanto en los beneficios de tales medidas que hoy en día México es uno de los países de América Latina con mayor porcentaje de apertura y extranjerización del sistema financiero. Tanto que prácticamente se ha perdido el control sobre el mismo, hecho que ha vuelto al país más vulnerable en contextos de crisis internacionales debido al riesgo de contagio, ya que la gran mayoría de bancos que operan en el país son filiales de bancos internacionales. Hasta el propio FMI recomendó a las autoridades mexicanas fortalecer la regulación bancaria y sugirió la necesidad de establecer normas que estimulen una mayor competencia en el mercado de préstamos y ahorro, altamente concentrados.³⁷

En este momento en México, sólo 6 Bancos representan el 80% de la Banca: Banamex, Santander, BBVA Bancomer, Scotiabank, HSBC y Banorte, sólo éste último con mayor porcentaje de capital mexicano.

Según el IIEc, “no hay evidencia de que la extranjerización de la banca en México haya beneficiado la productividad y la eficiencia en el SFM, pues los participantes obedecen más a criterios globales ajenos a las políticas económicas del país donde se instalan”³⁸. Pocos sistemas financieros domésticos liderados por extranjeros cumplirán con su objetivo primordial: desempeñar un papel estratégico en la definición de las políticas económicas nacionales, en los adecuados movimientos financieros externos e internos que no actúen en detrimento de la economía nacional, además de funcionar como catalizadores de proyectos productivos y de infraestructura que eleven el bienestar general.

³⁷ “*Reporte sobre la estabilidad financiera mundial*”, FMI, 2007.

³⁸ GONZÁLEZ AMADOR, Roberto. “*La extranjerización de la banca propició colusión y monopolios*”. En La Jornada 25 Septiembre 2006.

Cuadro 4 Crecimiento Real Anual del Sector Financiero Mexicano

RUBRO	2005	2006	2007	2008
PIB Servicios Financieros	2.8%	4.8%	3.3%	2.9%
Ahorro financiero	12.5%	9.6%	6.3%	5.4%
Captación bancaria	4.7%	3.0%	9.0%	5.8%
Financiamiento bancario al sector privado	-1.8%	8.2%	16.6%	3.3%

Pese a la difícil situación económica internacional, el SFM es mucho más estable y rentable que muchos otros sectores: sigue presentando importantes márgenes de ganancia debido al alto costos que sus productos representan para los consumidores de los mismos y gracias también a la gran penetración que ha logrado aún en la población de escasos recursos.

Sin embargo, sigue sin ofrecer las condiciones necesarias para ahorrar y otorgar créditos, de hecho en los últimos 3 años el financiamiento hacia el sector privado ha disminuido de manera considerable.

FUENTE: Estudios Económicos y Planeación Estratégica, Grupo Financiero ScotiaBank (GFSB)

Uno de los puntos en los que mayor atención ponen las Agencias Calificadoras Internacionales es la situación actual y perspectiva del Sistema Financiero del país estudiado. Para el caso mexicano, al cierre de 2008 Moody's y Fitch&Rating colocaron al SFM, en especial a la Banca, en perspectiva negativa al esperarse una disminución en la rentabilidad debido, principalmente, a que "no se prevé que la rentabilidad mejore en virtud de una desaceleración económica" aunado a la creciente incertidumbre mundial y el considerable incremento de la cartera vencida. Inevitablemente esta opinión impacta negativamente en la calificación del Riesgo País y, por tanto, en el resto de la economía, siendo una de las variables macroeconómicas más afectadas el tipo de cambio, pues inicialmente tendrá efectos en el comportamiento de la Balanza de Pagos: menor entrada de capitales y salida del país en mayor escala de los mismos.

3.2.3 A manera de conclusión: para entender el Riesgo Cambiario

Como hemos visto a lo largo del presente capítulo, desafortunadamente son muchos los factores que durante décadas han demostrado la debilidad estructural de la economía mexicana, excesivamente dependiente del sector externo y confiada en que éste junto con la estabilidad macroeconómica serán los detonantes del crecimiento.

Una herramienta de la cual se valen los inversionistas para ingresar al país y es una muy utilizada, básicamente por la empresas para conocer la situación y determinar si se está haciendo lo correcto o hay que reorientar el camino es el llamado Análisis FODA (Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas), compuesto por dos partes: una interna que considera las fortalezas y debilidades, y una parte externa que mira las oportunidades que ofrece el entorno actual y las posibles amenazas a enfrentar. Para nuestra economía y de manera muy amplia tenemos:

1. Debilidades:

- Excesiva dependencia del sector externo, en especial del ciclo económico estadounidense
- Dependencia tecnológica. Lo que provoca que tengamos una alta propensión a importar

- Un sistema educativo básico inadecuado y un sistema superior desvinculado con las necesidades empresariales y sociales reales
- Factores que limitan el potencial de desarrollo: débil infraestructura, bajos niveles de ahorro e inversión internos
- Disparidades entre el Norte y el Sur del país, en términos de generación económica, infraestructura, educación, servicios, etc.
- Desarticulación de los sectores económicos
- Pérdida de la capacidad de manejo de la política económica
- Pérdida de presencia en los principales mercados mundiales por la baja competitividad y la mayor presencia de otros países, por ejemplo China.
- Falta de consenso político y altos niveles de corrupción
- Rigidez fiscal debido a la estrecha base tributaria. La política fiscal que no es acorde con las necesidades y posibilidades del país, por lo que se recurre al endeudamiento para financiar el crecimiento.
- La teoría general de comercio nos indica que los países con poco desarrollo tecnológico crece más al importar la tecnología que al desarrollarla en un principio. Nuestro país no hace lo uno ni lo otro, por lo que se está dejando de aprovechar uno de los factores del libre comercio que realmente nos beneficia y trata de competir en las que no invierte ni se protege.
- Las instituciones públicas y privadas reflejan la debilidad de las élites políticas y empresariales, que no se han comprometido en las últimas décadas con un proceso de crecimiento de largo plazo sino que, por el contrario han preferido inversiones de corto plazo y la transferencia externa de sus ganancias.³⁹

2. **Fortalezas:**

- Bono demográfico: la mayoría de la PEA está integrada por población joven.
- Estabilidad macroeconómica: según el actual modelo, en situaciones *normales* se cuenta con la certidumbre y confianza suficiente como para atraer y mantener inversión nacional y extranjera.
- Reciente mejora en el perfil de la deuda
- Conciencia por parte de la mayoría de los agentes económicos de la necesidad de elevar nuestra competitividad
- Reconocimiento como una de las economías más grandes de América Latina
- Abundantes recursos naturales y clima propicio para actividades agrícolas
- Cercanía con Estados Unidos, lo que facilita el acceso de mercancías e intercambio de mano de obra
- Abundante mano de obra

³⁹ DUSSEL PETERS, Enrique. *“El aparato productivo mexicano”*. En Nueva Sociedad. Núm. 220. Marzo – Abril 2009. Pág. 114.

3.3 El Riesgo País desde la perspectiva del riesgo cambiario

3.3.1 Política monetario – cambiaria actuales en México

La liberalización financiera fue adoptada como una medida para enfrentar la crisis de deuda de los años ochenta. Consistió en la eliminación de los controles y restricciones a los movimientos de los capitales. El argumento era que así se apoyaba la entrada de éstos para que contribuyeran al financiamiento del déficit de cuenta corriente y al crecimiento económico gracias a la mayor disponibilidad de recursos que tanto el gobierno como las empresas privadas tendrían para estimular el proceso de desarrollo.

La liberalización financiera implicó la puesta en marcha de otras medidas de estabilización cambiaria y monetaria que asegurarán la rentabilidad y retorno de los capitales invertidos, igual que medidas tendientes a disminuir el riesgo. El objetivo era ligarnos más al mercado global de capitales, de tal forma que al interior del país se incrementaría la competencia y, por tanto, la eficiencia económica.

Así, la política monetaria tiene como principal objetivo la estabilidad macroeconómica. El propio proceso de liberalización implica la existencia de baja inflación, estabilidad en el tipo de cambio y altas tasas de interés que atraigan capitales y a éstos se les pueda asegurar la valorización; para de esta forma ayudar a financiar el déficit de cuenta corriente.

- a) **Inflación:** para el caso mexicano, la política de estabilización ha surtido efecto en este rubro ya que el hecho de mantener bajas tasas de inflación ha contribuido a la estabilidad de las tasas de interés, del tipo de cambio, la disminución del déficit público, así como a la reactivación de la inversión. Durante 2007 y 2008, la inflación tuvo ligeros incrementos internacionales por el aumento en el precio de los energéticos y algunos alimentos, de ahí en fuera se puede decir que tal variable ha sido constante.
- b) **Tasa de interés:** siguiendo la tendencia del exterior, los niveles en la tasa de interés de referencia, como la tasa promedio anual de los CETES a 28 días, han alcanzado mínimos importantes, situación que ha disminuido el costo de cualquier tipo de crédito debido a la relativa estabilidad en tal precio. Sin embargo, para nuestro caso no siempre es así, se observa que contrariamente al ciclo se incrementa la tasa de interés para atraer capitales y ofrecer mayores rendimientos.
- c) **Tipo de cambio:** precio clave para la economía, de la misma manera que la inflación y la tasa de interés, se trata de mantener estable. Principalmente frente al primer socio comercial, por lo que hasta mediados de 2008 la tendencia del peso frente al dólar era de apreciación, situación que comienza a revertirse con la agudización de la recesión en EEUU, diferencial de las tasas de interés con el exterior, mayor aversión al riesgo, etc. Aunque hay que mencionar que el Gobierno Federal, teniendo en cuenta la importancia de tal precio, ha intervenido con la oferta de dólares para tratar de contener el alza, además de otras medidas emergentes.

Para el modelo neoliberal de economías abiertas, el manejo de la política monetaria – cambiaria es fundamental para las relaciones con el sector externo, pues de la relación que con éste se tenga serán los resultados y cómo éstos se reflejen y estimulen el aparato productivo interno, las exportaciones, importaciones y otros precios.

Tanto en la Gráfica como en el Cuadro comparativo es posible observar que las variables claves han tenido un comportamiento constante y sin grandes sobresaltos.

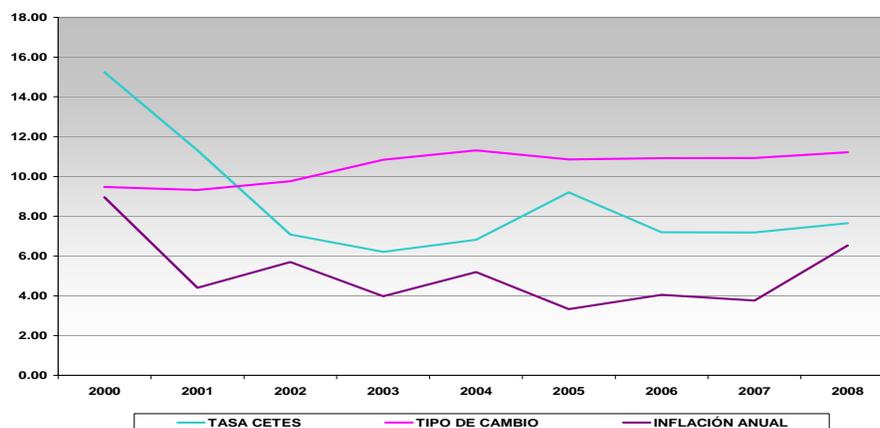
Cuadro 5 Manejo de la Política Monetaria - Cambiaria

AÑO	TASA CETES	TIPO DE CAMBIO	INFLACIÓN ANUAL
2000	15.24%	\$9.47	8.96%
2001	11.30%	\$9.32	4.40%
2002	7.08%	\$9.76	5.70%
2003	6.20%	\$10.84	3.98%
2004	6.82%	\$11.31	5.19%
2005	9.20%	\$10.85	3.33%
2006	7.19%	\$10.92	4.05%
2007	7.19%	\$10.93	3.76%
2008	7.65%	\$11.22	6.53%

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Gráfico 5

EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA



Efectos de la Política Monetaria – Cambiaria: las variables claves tienen un comportamiento constante, tal y como se pretende.

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI

Otro instrumento, aunque poco utilizado, es la política cambiaria, estrechamente relacionada con la política monetaria, ambas dirigidas a mantener la estabilidad y a evitar la inflación.

La política cambiaria define qué régimen cambiario se adoptará. Por ejemplo, para México desde 1994 se adoptó la libre flotación que permite que sean los movimientos “naturales” de la oferta y la demanda de divisas los encargados de determinar la trayectoria del tipo de cambio.

Bajo este esquema la evolución de tal precio es más o menos impredecible. Así, el tipo de cambio se utiliza como instrumento para el control de otros precios, entonces en la mayoría de los casos, la moneda se inclina por la sobrevaluación, que como plantea Nadal: “existe contradicción con el uso de privilegiado del tipo de cambio como variable de ajuste para corregir los desequilibrios de la balanza comercial, en la medida en que el desequilibrio de esta última requiere ajuste cambiario, se vulnera el objetivo de la lucha contra la inflación y en tanto se proponga al ajuste cambiario para contener la inflación, se deteriora el saldo de la balanza comercial”. (Nadal, 2002. p. 173).

Sin embargo, cuando el gobierno decide intervenir activamente la política cambiaria se divide en dos tipos: la política de subvaluación y la política de sobrevaluación. En teoría, el primer tipo de política tiende a favorecer el crecimiento, al provocar que los productos nacionales sean más baratos y competitivos en el exterior, lo cual estimula la exportación, todo lo que ello al interior implica, para finalmente reflejar estos resultados positivos en un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Del otro lado, si se decide mantener el tipo de cambio sobrevaluado el efecto será inverso: los productos nacionales serán más caros en los mercados internacionales, los productos importados serán más baratos en el mercado local; ello desestimula las exportaciones e incrementa las importaciones, lo cual genera desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos, además de otros efectos en la economía. Esta estrategia se orienta a abatir la inflación.

En México la institución encargada de la conducción de la política monetaria es el Banco de México, sus decisiones impactarán sobre la tasa de interés, expectativas de los agentes económicos, el crédito, tipo de cambio, oferta y demanda agregada, etc.

Resulta evidente que en nuestro caso la política cambiaria se inclina más hacia la sobrevaluación, pues el Banco Central interviene en el mercado de divisas procurando que la cotización vigente no tienda a depreciarse: el propósito es abatir la inflación, reducir los costos de importación, colocar al país en el mismo nivel de precios que sus socios comerciales del TLCAN, aunque ello sea a costa de frenar la actividad competitiva de los productos mexicanos en el exterior.

3.3.2 Riesgo cambiario en México 2005 – 2008

A partir de la década de los ochenta comienza un rápido proceso de integración mundial. A ello contribuyó la globalización financiera facilitada por el avance tecnológico y la implementación de una serie de reformas económicas orientadas a la liberalización financiera. Este conjunto de reformas fueron recomendadas con el argumento de que servirían para facilitar la transferencia de recursos de países superávitarios a países deficitarios y así contribuir a que éstos últimos dispusieran de mayores recursos para financiar el desarrollo y combatir algunos de sus desequilibrios internos.

Con la eliminación de los controles al movimiento de capitales el dinamismo y la influencia de éstos han crecido de tal forma que son capaces de modificar toda la economía de un país, empezando por el sistema financiero, especialmente cuando se refiere a las naciones en desarrollo. Por ejemplo, a la par

del crecimiento de los flujos financieros internacionales se ha desarrollado un complejo mercado de instrumentos financieros “surgió toda una industria de valores, divisas, *commodities*, arbitraje, manejadoras de pensiones fondos mutualistas, la incorporación de los valores financieros de países emergentes, así como la creación de un mercado especializado en la cobertura de riesgos”.⁴⁰

De ahí que la obtención de mayores rendimientos en la esfera financiera en menores plazos de tiempo haya provocado el desplazamiento de las actividades productivas.

Sin embargo, “la globalización financiera no debe entenderse sólo como la liberalización de los flujos de capital entre mercados financieros (...) sino que presenta fenómenos novedosos que la consolidan, tales como la importancia de la tecnología y la innovación financiera, sino sobre todo la aparición de riesgos específicos”.⁴¹ Uno de los principales riesgos es el asociado al tipo de cambio el cual se origina cuando las fluctuaciones en el valor de una moneda tomada como referencia se mueve en sentido opuesto al esperado, riesgo inherente a las operaciones con divisas.

El riesgo cambiario es uno de los principales elementos considerados por los inversionistas al momento de decidir en qué instrumento financiero o en qué país invertir, esto dado el impacto que tal variable tiene en la (des)valorización de los capitales.

Para el caso mexicano, las principales variables que determinan el comportamiento del tipo de cambio y, por tanto, cómo perciben tanto interna como externamente el riesgo cambiario, serán, principalmente las relacionadas con la captación de divisas.

Por otro lado, para atraer capitales al país no solamente le es necesario cuidar el comportamiento del riesgo cambiario sino también, y quizá aún más, las variaciones en las calificaciones del riesgo país, uno de los indicadores más utilizados para conocer qué tan rentable sería ingresar capital a un país. Éste se refiere a la posibilidad de que una nación incumpla con sus obligaciones de pago debido a diversos factores internos, lo que hace que éste sea poco confiable para invertir. “Una parte esencial de la política económica de las últimas décadas ha sido la disminución del factor riesgo país. En la medida que este riesgo sea menor, podremos atraer capital del exterior. Sin embargo, no solamente afecta a los flujos de inversión extranjera, sino además permite que nuestra tasa de interés pueda bajar (el nivel relativo de las primas de riesgo está asociado a las características estructurales de las economías, indicativas de su solvencia, aunque igual considera factores locales, por ejemplo, situación política), estimulando más la inversión interna y produciendo mayores posibilidades de crecimiento”. (*El riesgo país*, Jonathan Heath, Diario Reforma, 29 junio 1995).

Hasta inicios de 2008 las calificaciones de RP para México habían sido de estables a positivas. Es a inicios de 2008 cuando la situación comienza a revertirse y las calificaciones se deterioran, es decir, según las agencias calificadoras es cada vez más probable que la economía mexicana incumpla con sus compromisos financieros con el exterior.

⁴⁰ MORALES NÁJAR, Isaías. “*La globalización de los mercados financieros*”. UNAM. Facultad de Economía.

⁴¹ Ídem.

Las calificaciones actuales, así como las proyectadas, se basan en las expectativas de un menor crecimiento económico debido a la desaceleración en EEU, la mayor volatilidad en los mercados financieros y los menores ingresos petroleros por la baja en los precios de éste; todos estos factores internos ejercen presiones sobre el presupuesto público y, por tanto, sobre la demanda y crecimiento interno.

Para las principales Agencias Calificadoras (Standard&Poors y Fitch and Ratings) las perspectivas de crecimiento y mejora en las calificaciones para México son y seguirán siendo poco favorables, por lo menos para los siguientes dos años, por el deterioro en las posiciones fiscal y externa debido a que “volatilidad en los mercados financieros internacionales, la desaceleración en EEUU y en la actividad económica global, inevitablemente provocarán una aguda desaceleración en el crecimiento del Producto en México”.

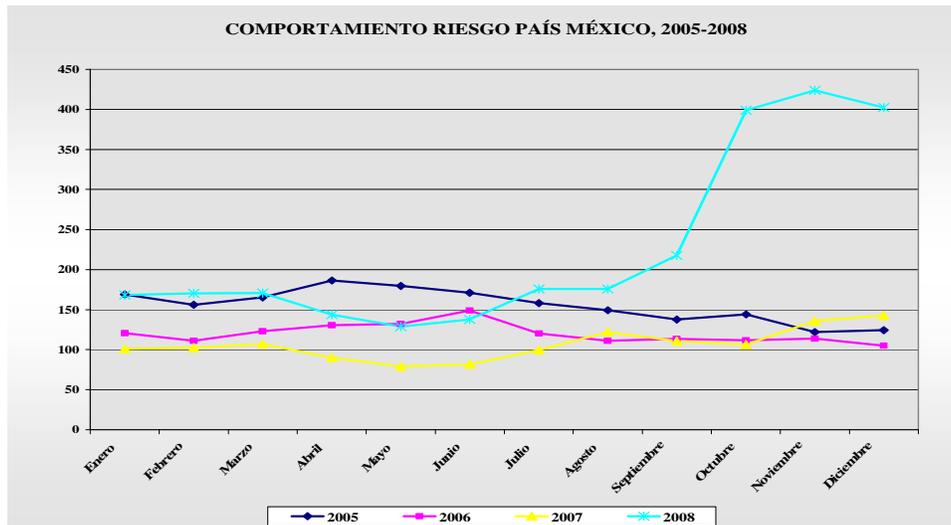
Cuadro 6 Evolución Calificaciones Riesgo País: reflejo del comportamiento económico, político y social de nuestro país

MES	2005	2006	2007	2008
Enero	169.00	120.45	101.34	168.13
Febrero	156.15	111.05	102.70	170.42
Marzo	165.21	123.13	107.13	170.61
Abril	186.42	130.47	89.85	143.86
Mayo	179.54	132.08	79.17	128.90
Junio	171.09	149.00	81.61	137.57
Julio	158.09	120.14	99.40	175.91
Agosto	149.08	111.08	121.95	175.80
Septiembre	137.68	113.38	110.80	217.63
Octubre	143.95	111.86	106.43	398.82
Noviembre	121.90	113.68	135.81	423.75
Diciembre	124.22	104.85	142.68	402.29
PROMEDIO	155.19	120.10	106.57	226.14

En concordancia con el comportamiento general de las principales variables macroeconómicas el descenso en las calificaciones de Riesgo País durante los últimos años refleja la poca confianza que sobre el desempeño actual y futuro de nuestra economía se tiene.

FUENTE: Elaboración propia con datos de Grupo Financiero Accival – Banamex, <http://www.banamex.com>

Gráfico 6



FUENTE: Elaboración propia con datos de Grupo Financiero Accival – Banamex, <http://www.banamex.com>

3.4 El peso mexicano, ¿sobre o subvaluado?

3.4.1 Comportamiento reciente: sobrevaluación

Hasta hace algunos meses, antes del recrudecimiento de la crisis económica global, el peso mexicano mostraba claramente estar sobrevaluado. Como consecuencia de las políticas de sobrevaluación, desde 1995 México fue visto por el mundo como un país atractivo para invertir, ofrecía buenos rendimientos y sobre todo estabilidad macroeconómica, como manifestaban diferentes indicadores, por ejemplo las calificaciones de riesgo país y el desempeño del tipo de cambio. El hecho de que este último no presentara fluctuaciones bruscas, descansó no en el incremento de la productividad, mejoramiento de las condiciones financieras o en la tan pregonada estabilidad, sino en la mayor entrada de capitales gracias a los atractivos rendimientos ofrecidos, la venta de activos nacionales, el monto de las reservas internacionales o el precio del petróleo, entre otros pues “las expectativas determinan la trayectoria de la economía y los fundamentales no determinan las expectativas” (Andrade y Silva, 1999, Pág. 312).

El tipo de cambio también gozó de confianza por la apreciación que tuvo el dólar frente a otras monedas luego de la política expansionista a finales de los noventa. Debido a esta situación también se pudo contribuir al financiamiento del déficit externo.

Así, con una oferta de divisas superior a su propia demanda, se provoca que de manera progresiva la moneda nacional se aprecie; ocasionando el encarecimiento de las exportaciones y, por tanto, el abaratamiento de las importaciones, restándole competitividad a la productividad nacional, pero también ayudando a mantener la inflación en niveles bajos, además de aumentar la rentabilidad de inversiones hechas en dólares.

Los sectores más castigados con el peso sobrevaluado son las empresas industriales ligadas fuertemente a los mercados internacionales, de la misma manera, ello repercutió en las cadenas

productivas internas, “al ser satisfecha la demanda interna con importaciones baratas, se transfieren ganancias a favor de productos externos (...) ello disminuye el ingreso nacional, descapitaliza la planta productiva y configura una situación de estancamiento, reduce el efecto multiplicador de la inversión sobre el ingreso y el empleo”⁴².

A largo plazo esta política no genera estabilidad cambiaria.

3.4.2 Situación actual: el peso en caída libre, depreciación

Caso contrario a la apreciación es la depreciación, misma que se presenta cuando la oferta de divisas es menor a su demanda. Para nuestro país este suceso se ha presentado en situaciones en las que existe falta de confianza en la estabilidad de la economía, los inversionistas, tratando de evadir el riesgo, retiran su capital y lo trasladan a países y/o lugares que parezcan más seguros, para ello demandarán más moneda extranjera, en este caso dólares, esta mayor demanda de moneda extranjera provocará que caiga el valor de nuestra moneda.

En estos momentos el peso mexicano se encuentra en uno de los niveles más bajos en la historia reciente frente al dólar. Esta situación tiene múltiples explicaciones, por ejemplo, la enorme dependencia que se tiene de la economía norteamericana, que se encuentra en plena recesión, y cuyos efectos ya se dejaron sentir a nivel global. Por tanto, las perspectivas económicas para México resultan inciertas y complicadas para los próximos años “la debilidad del peso responde al sombrío panorama que se proyecta”.

Por otro lado, las principales fuentes de divisas han disminuido: recepción de divisas familiares, ingresos por turismo, exportaciones, disminución de ingresos petroleros, menor inversión extranjera directa y de cartera.

Aunque en teoría la depreciación de la moneda no debería ser tan negativa para el país porque este hecho abarata las exportaciones para el exterior “es importante subrayar que la competitividad de las exportaciones no se da exclusivamente por el valor de la moneda, ya que influyen muchos factores como el costo de la mano de obra, la tecnología empleada, la productividad de la empresa, la infraestructura del país, la fortaleza del sistema jurídico y todo lo demás que puede ayudar a disminuir los costos de producción”.

Lo cierto es que, como ha declarado el sector empresarial, la devaluación del peso profundizará más la crisis debido a las presiones inflacionarias que genera, al aumento de costos, deterioro del poder adquisitivo, incremento del desempleo por cierre de empresas altamente endeudadas en dólares, etc., situación que para nuestro país también ya confirman organismos financiero internacionales como la OCDE o el FMI.

⁴² HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. “La política económica del estancamiento”. 1ra. ed. Ed. Diana. México 2004. Pág. 60.

3.4.3 Situación real del peso según la teoría de PPA

Tenemos que el concepto del tipo de cambio es de suma importancia, como hemos mencionado a lo largo del presente análisis, a todos nos afecta de alguna u otra manera, empezando por la cantidad de bienes y servicios que podemos adquirir. Es entonces interesante comparar el valor de nuestra moneda con el valor de diferentes monedas, ello permite conocer el grado de solidez de nuestra economía.

Por lo ilustrativo que resulta, al ser nuestro principal socio comercial, tomaremos como referencia, para conocer qué tan subvaluado o sobrevaluado ha estado el peso mexicano, el dólar estadounidense. Para ello nos basaremos en la Teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo que explica que a la larga la diferencia entre la inflación interna y externa se debería reflejar en el tipo de cambio, de tal forma que se conserve el poder adquisitivo con el exterior. Esto significa que el tipo de cambio debería devaluarse a la par con la inflación interna y revaluarse a la par con la inflación externa. De esta forma, el tipo de cambio teórico es el que resulta de aplicar el diferencial de inflación entre México y el exterior al tipo de cambio de equilibrio de un momento dado. En este sentido, el tipo de cambio debería moverse al igual que el diferencial de la inflación. El problema radica en determinar el momento o año base (de equilibrio) que se debe tomar como referencia. El equilibrio se puede definir como una situación sostenible a largo plazo, que no afecta a otros sectores. Este criterio no deja de ser un método simplista pues sólo considera a la inflación, dejando de lado los cambios que se pudieran presentar en la estructura arancelaria, precios internacionales y servicio de la deuda externa⁴³.

Para el ejercicio mencionado se utilizó la siguiente fórmula:

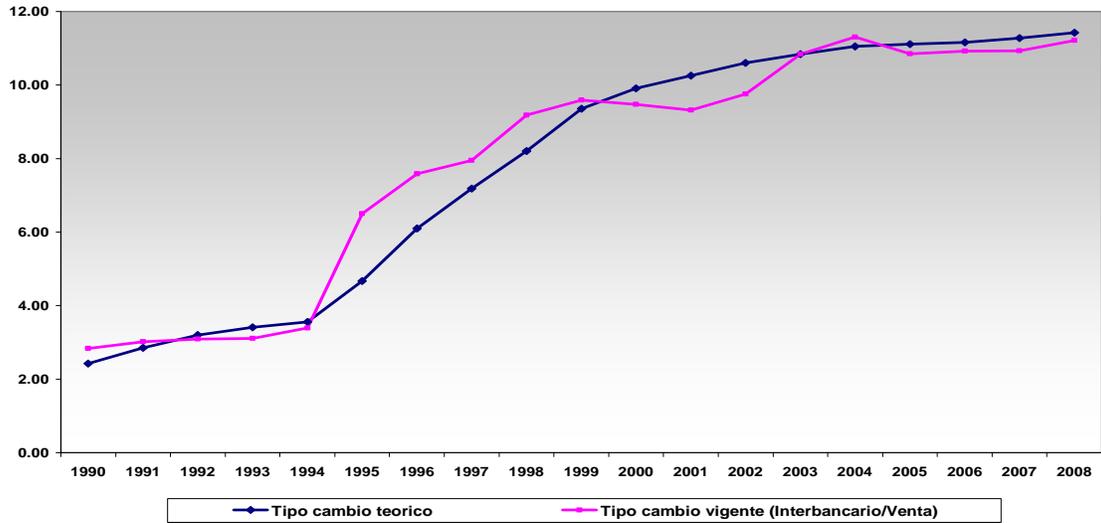
$$TCT = TC_{\text{Año X}} \left(\frac{IPC_{\text{México Año X}}}{IPC_{\text{EEUU Año X}}} \right)$$

No solamente se puede utilizar el Índice de Precios al Consumidor, también se puede tomar como referencia el Índice de Precios al Productor. En este ejercicio se muestran los resultados obtenidos con ambos índices para observar que los resultados para demostrar la sobre y subvaluación de la moneda no varían mucho entre uno y otro. El año tomado como base es 2003 por ser relativamente reciente y estable.

⁴³ VILLANUEVA PUENTE, María Magdalena. *“La devaluación como instrumento de política económica”*, México 1991. Tesis de Licenciatura en Economía. UNAM. Facultad de Economía.

Gráfico 7

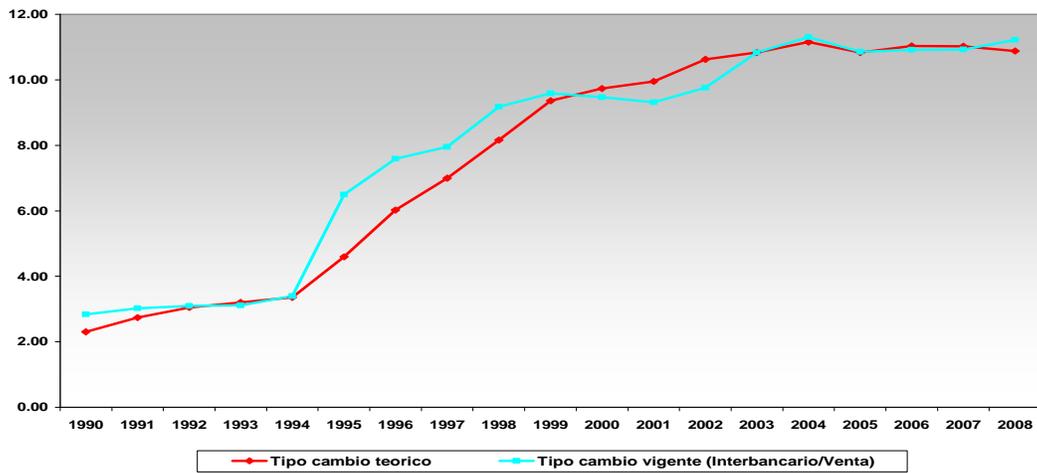
NIVELES DE SOBRE Y SUBVALUACIÓN SEGÚN EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, BASE 2003



FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI y Bureau of Labor Statistics

Gráfico 8

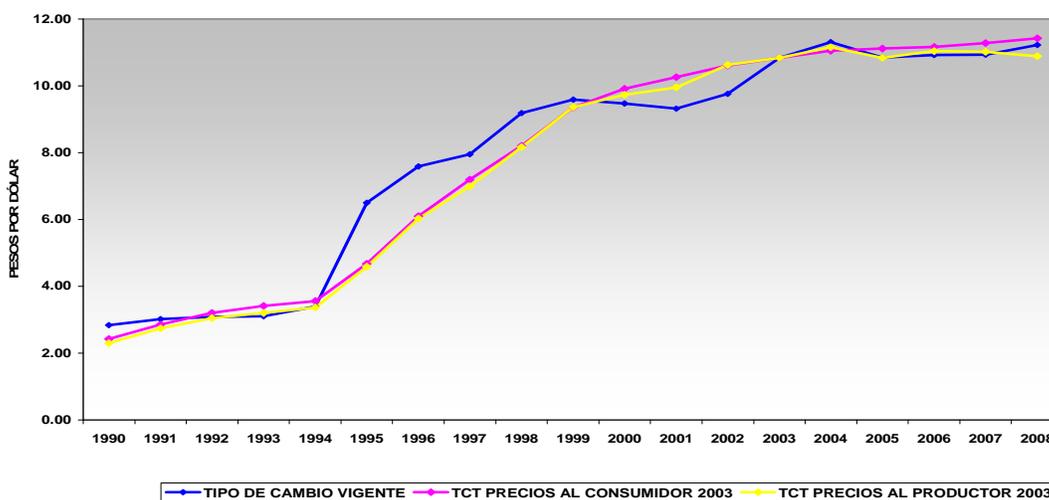
NIVELES DE SOBRE Y SUBVALUACIÓN SEGÚN EL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR, BASE 2003



FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI y Bureau of Labor Statistics

Gráfico 9

TC VIGENTE vs. TCT SEGÚN EL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y EL ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR, BASE 2008



Deterioro o también llamado reajuste en el valor de la moneda durante el último año a raíz de la crisis hipotecaria en EEUU, se considera la evolución con ambos Índices

FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI y Bureau of Labor Statistics

Por tanto, tenemos que durante los últimos años, de acuerdo al TCT que obtuvimos, el peso mexicano se ha mantenido sobrevaluado, en teoría y a favor de la sobrevaluación, se ha argumentado que ésta tiene efectos positivos sobre los costos de la inversión a través del abaratamiento de los insumos y bienes de capital importados, lo cual contribuye a modernizar la planta productiva. En general, es utilizada para mantener la estabilidad de precios (inflación, tipo de cambio, tasas de interés), para mantenerlos en niveles similares a los del principal socio comercial y eliminar las prácticas especulativas y así atraer más inversiones. En principio, la sobrevaluación aumenta el poder adquisitivo respecto de los bienes importados, favorece la situación financiera de las empresas y gobierno al reducir el costo de los bienes/servicios importados, además de disminuir el valor de las deudas en dólares o moneda tomada como referencia. No obstante, a lo largo esta política incrementa los problemas estructurales de la economía, entre ellos tenemos que:

- Cuando las importaciones incluyen en demasía la tecnología y éstas se mantienen baratas, se desincentiva el desarrollo de tecnologías propias, actuando en detrimento de la competitividad interna.
- Al no existir sectores productivos lo suficientemente fuerte, articulado y estable no hay la suficiente generación de empleo.
- Una divisa barata aumenta su demanda, lo cual presiona sobre las reserva internacionales.
- Las importaciones baratas desplazan a la producción nacional del mercado interno.

En resumen: deterioro de la balanza comercial, al crecer más rápido las importaciones que las exportaciones. Por otro lado, la cuenta de capital mejora ante el aumento de la inversión extranjera, aunque con frecuencia se trata de capitales de corto plazo en busca de ganancias especulativas.

Muchos países, incluyendo el nuestro, a pesar de saber que la moneda está sobrevaluada y todo los efectos que ello tiene se niegan a implementar medidas correctivas al respecto.

De acuerdo con la Gráfica 3 del TC, en el último año nuestra moneda ha presentado una constante pérdida de valor frente al dólar, no a consecuencia de decisiones de política monetaria-cambiaria sino a factores internos y externos que contribuyen a su baja de valor derivados de la actual crisis financiera.

Factores específicos están haciendo que la moneda mexicana sea una de las divisas más golpeadas: baja de la entrada de divisas por la disminución de los precios del petróleo crudo, menor entrada de remesas provenientes de trabajadores en EEUU; pero sobre todo por la contracción de la entrada de capitales por el clima de incertidumbre dado que los productos financieros denominados en pesos se vuelven menos atractivos para invertir en ellos. La subvaluación de la moneda en este caso puede explicarse por la alta dependencia del exterior “las divisas débiles tienden a señalar economías débiles”.

En el actual modelo económico la política cambiaria también se utiliza para enviar señales de la situación económica del país, ha estado atada a uno de los principales objetivos de política económica: mantener estable la inflación y tipo de cambio. Como lo explica el Dr. Arturo Huerta la liberalización existente entre la liberalización financiera, la estabilidad monetaria – cambiaria y la entrada de capitales, que motiva la libre movilidad de los mismos deja a los países en una posición muy vulnerable por la fluctuaciones que implica en las Bolsas de Valores, el tipo de cambio y las tasas de interés. Esta relación la explica en la medida en que la internacionalización del mercado de capitales, de dinero y de divisas obliga a los gobiernos y bancos centrales a tomar medidas que garanticen la rentabilidad de los capitales extranjeros. La garantía de la rentabilidad garantiza a su vez que los capitales extranjeros estén más tiempo en los países, lo que ayuda a financiar el déficit de la balanza de pagos, configurar o mantener reservas internacionales y mantener estable el tipo de cambio. Sin embargo, los requerimientos de capital internacional son cada vez mayores lo que ha llevado a las autoridades monetarias y hacendarias a privilegiar la política cambiaria a favor de la entrada de capitales.

La estabilidad monetaria – cambiaria es uno de los requerimientos dado que esto asegura la rentabilidad en términos del dólar, se refleja en el anclaje del tipo de cambio y en la paridad semifija que conlleva la apreciación de la moneda local. Esto se acompaña de políticas monetaria, fiscal y crediticia totalmente contraccionistas para evitar presiones sobre los precios y sobre el sector externo que pudieran desestabilizar el tipo de cambio.

Complementariamente se incluye una política económica de altas tasas de interés y extranjerización de los activos públicos y privados. Por lo que podemos observar, durante las últimas tres décadas el

crecimiento económico se ha sustentado en el capital extranjero, situación que vulnera al país al no contar con bases sólidas para el desarrollo.

Observamos entonces que la política cambiaria es una de las políticas fundamentales para el comportamiento y resultados del sector externo, influye en el desempeño de las importaciones y exportaciones, en general, en el crecimiento y dinámica económica.

Capítulo IV Fondos de Cobertura en México, ¿Cómo cubrirse del riesgo cambiario, 2005 - 2008?

Desde mediados de la década de los noventa, tras las reformas económicas y los subsecuentes procesos de ajuste, nuestro país ha sido un activo participante en el proceso de globalización económica, particularmente en lo que se refiere a la apertura financiera, pues con el objetivo de retomar el crecimiento apoyándonos en los mercados internacionales de capital, el sistema financiero ha tenido una serie de cambios importantes principalmente el mercado de valores.

No obstante, la mayor entrada de capitales extranjeros y el aumento de la participación de los nacionales no se ha reflejado en una reactivación de la *economía real*, pues aquellos se han canalizado más bien al negocio de la especulación de corto plazo preocupado más por hacer transacciones en instrumentos financieros rentables. Como consecuencia, con sus rápidos y cada vez menos complicados movimientos, la llamada inversión de cartera, basada más en las prontas expectativas de rentabilidad, contribuye a impulsar la sobrevaluación o devaluación cambiaria de las monedas.

Precisamente para tratar de protegerse de movimientos inesperados del tipo de cambio han surgido mercados y varios productos orientados a disminuir el riesgo derivado de aquellos movimientos. Especial importancia tienen los instrumentos *Derivados* cuyo valor depende del precio o cotización de otro instrumento empleado como valor de referencia denominado en bienes o activos subyacentes. Los tipos de activos subyacentes, entre otros, pueden ser: divisas, índices accionarios, acciones, tasas de interés, commodities, etc. Dentro de los diferentes tipos de contratos que se negocian en el Mercado de Derivados se encuentran: los Forwards o Adelantados, Futuros, Opciones y Swaps o Permutas Financieras.

Los Contratos de Futuros son ampliamente utilizados como instrumentos de referencia para operaciones de tipo especulativo (la persona que contrato el Futuro sólo busca especular con la evolución de su precio desde la fecha de la contratación hasta el vencimiento del mismo) u operaciones de cobertura cambiaria (la persona tiene o va a tener el bien subyacente y lo venderá en el futuro). Con la operación se quiere asegurar un precio fijo hoy para la operación de mañana. Por ejemplo para exportaciones, importaciones inversiones o deudas adquiridas en divisas diferentes a las que se manejan domésticamente.

Este acuerdo se negocia en bolsa o en un mercado organizado, pero también en los mercados *over the counter*, y obliga a las partes contratantes a comprar o a vender un número de bienes o valores (activo subyacente) en una fecha futura, pero con un precio establecido de antemano. Quien compra contratos de futuros adopta una posición “larga”, por lo que tiene derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato el activo subyacente objeto de la negociación. Quien vende contratos de futuros adopta una posición “corta” por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato deberá entregar el correspondiente activo subyacente, recibiendo a cambio la cantidad correspondiente, acordada en la fecha de negociación del contrato de futuros.

Otros instrumentos que han visto incrementar su demanda para cubrirse del riesgo cambiario son los *Fondos de Cobertura* denominados, principalmente en monedas duras, cuya explicación se ofrecerá en los apartados siguientes.

4.1 Cómo se constituye y opera un Fondo de Inversión en México

En México, según la Ley de Sociedades de Inversión, los Fondos de inversión o Sociedades de Inversión, son sociedades anónimas de capital variable que sólo podrán invertir en activos objetos de inversión; valores, títulos y documentos según el régimen de inversión que la sociedad contemple, mismos que deberán estar inscritos en el Registro Nacional de Valores (RNV) o listados en el Sistema Internacional de Valores (SIC).

Así, una Sociedad de Inversión de Renta Variable podrá invertir en una mezcla de activos compuesta por valores de mercado de dinero (instrumentos de deuda) y del mercado de capitales (acciones y similares), de modo que sus ganancias sean tanto por los intereses que generan los instrumentos de deuda como por los dividendos o incrementos de valor de las acciones. Dependiendo de la estrategia de la sociedad de inversión será el enfoque de plazo y certidumbre, van desde un mediano plazo hasta un largo plazo debido a la incorporación en su cartera de papeles que consolidan su rendimiento en periodos más largos que los de corto plazo de mercado de dinero.

Por otro lado, las Sociedades de Deuda invierten en activos que representan deuda de los emisores (Gobierno Federal, banco o empresas privadas), de modo que en su mayoría, las ganancias que obtienen son a través de intereses y en forma secundaria por la compraventa de los títulos. Este tipo de sociedades de inversión generalmente obtiene rendimientos más pequeños que las anteriores pero de una forma más constante, también puede decirse que son de menor plazo y están expuestos a una menor volatilidad. Esto depende de la estrategia de inversión.

Las sociedades de inversión de capitales operarán preponderantemente con activos cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo, estas compañías reciben el nombre de empresas promovidas. Como su inversión es principalmente en el capital de las empresas (acciones, partes sociales u obligaciones) las ganancias de la sociedad de inversión están relacionadas directamente con el desempeño de las empresas promovidas. La inversión en la mayoría de estas sociedades de inversión es de largo plazo (de un año en adelante).

A fin de brindar seguridad jurídica a los inversionista que adquieren acciones representativas del capital social de una sociedad de inversión, a través de una sociedad Operadora o Distribuidora de acciones de sociedades de inversión, la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establece expresamente como facultad de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), la supervisión y vigilancia de los referidos entes financieros.

Las sociedades de inversión deberán organizarse como sociedades anónimas, de acuerdo a lo establecido en la Ley de Sociedades Mercantiles, la denominación social deberá ir seguida del tipo al

cual pertenezca la sociedad de inversión. En México tienen prohibido invertir en instrumentos cotizados o colocados en mercados extranjeros, a excepción de los títulos del gobierno o de empresas mexicanas que cotizan en ellos.

Tipos de sociedades de inversión

Las sociedades de inversión se clasifican dependiendo de varios factores, de tal forma que también es posible agruparlas de la siguiente manera:

1. Por su régimen de recompra:
 - a) Sociedades de Inversión Abiertas: tienen la obligación de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con Activos Objeto de Inversión integrantes de su patrimonio.
 - b) Sociedades de Inversión Cerradas: tienen prohibido recomprar las acciones representativas de su capital social y amortizar acciones con Activos Objeto de Inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones se coticen en una bolsa de valores.
2. Por su régimen de inversión:
 - a) Sociedades de Inversión Diversificadas: determina su política de inversión, adquisición y selección de valores según las disposiciones de carácter general que al efecto emita CNBV, con rangos determinados, que aseguren el principio de dispersión de riesgos en la composición de su cartera.
 - b) Sociedades de Inversión Especializadas: Son aquellas que auto regulan su régimen de inversión y determinan sus políticas de inversión, adquisición y selección de valores según sus prospectos de información, sin perjuicio de dar cumplimiento a la Ley de Sociedades de Inversión y las Disposiciones de Carácter General que al efecto emita la CNBV.
 - c) Sociedades de Inversión Tipificadas: Tanto las sociedades Diversificadas como las especializadas, sean de instrumentos de deuda o renta variable pueden tomar la modalidad de Tipificada, lo cual implica que deberán mantener cuando menos 60% del activo total invertido en los valores seleccionados como característica. Un ejemplo son las sociedades de cobertura, las cuales deberán mantener como mínimo el 60% de su activo total invertido en instrumentos que le den protección cambiaria.
3. Por el tipo de activos objeto de inversión (ya descritas en el apartado anterior por ser la clasificación más utilizada y completa).
 - a) Sociedades de Inversión en instrumentos de deuda
 - b) Sociedades de Inversión de renta variable
 - c) Sociedades de Inversión de capitales
 - d) Sociedades de Inversión de objeto limitado

Al mismo tiempo, podemos subdividir a las sociedades de inversión de deuda:

1. De mercado de dinero: invierten al menos el 90 por ciento de sus activos en instrumentos gubernamentales, bancarios y privados, por lo general no incluyen papeles de largo plazo ni de calificaciones bajas, por lo que están menos expuestas.
2. Especializadas
 - a) Sociedades de Inversión de Cobertura: invierten en valores referidos en otra moneda para protegerse ante posibles bajas en el valor de la moneda mexicana.
 - b) Sociedades de Inversión de Tasa Real: invierten en valores que ganan rendimiento real (Udibonos) por arriba de la inflación para proporcionar protección contra la pérdida de poder adquisitivo del peso.
 - c) Sociedades de Inversión en algún tipo de deuda (gubernamental, bancaria, privada, etc.)
3. En valores sin grado de inversión: deben invertir al menos el 60 por ciento de sus activos totales en instrumentos de deuda sin grado de inversión. Por tal motivo existe un mayor riesgo de incumplimiento puede significar pérdidas.
4. Agresivas: no tienen máximos ni mínimos por tipo de instrumento su estrategia está enfocada a utilizar los movimientos del mercado para generar rendimientos.

Las Sociedades de Inversión de Renta Variable también pueden clasificarse en:

1. Indizadas: su objetivo principal es replicar los rendimientos de algún índice.
2. De largo plazo: invierten al menos 60 por ciento de sus activos totales en valores de renta variable cuya rotación anual de cartera no puede ser superior al 80 por ciento., por lo que su política de liquidez normalmente será de mayor plazo. El propósito es mantener sus papeles por un mayor tiempo para que puedan generar su rendimiento.
3. De la pequeña y mediana empresa: invierten al menos 60 por ciento de sus activos totales en acciones de empresas que no son de las 25 emisoras de mayor tamaño en la bolsa con potencial de crecimiento.
4. Sectoriales: invierten al menos 60 por ciento de sus activos totales en valores de cierto tipo de empresas.
5. Regionales: invierten al menos 60 por ciento de sus activos totales en acciones de empresas localizadas en una región específica.
6. Balanceadas: deben invertir en una mezcla de instrumentos de renta variable (entre 30 y 60 por ciento) y de deuda.
7. Preponderantemente en deuda: deben invertir en una mezcla de instrumentos de renta variable (entre 10 y 30 por ciento) y de deuda.

8. Agresivas: no tienen máximos ni mínimos por tipo de instrumento ya que su estrategia está enfocada a utilizar los movimientos del mercado para generar rendimientos.

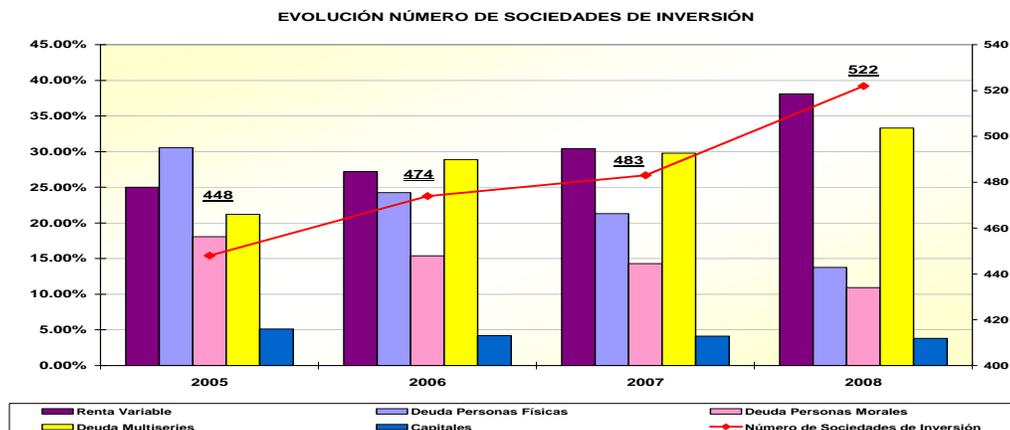
De acuerdo con la Ley de Sociedades de Inversión, éstas deben de cumplir con los siguientes objetivos:

- El fortalecimiento y descentralización del mercado de valores
- El acceso del pequeño y mediano inversionista a dicho mercado
- La diversificación del capital
- La contribución al financiamiento de la actividad productiva del país, y
- La protección de los intereses del público inversionista

4.2 Situación actual del mercado de Fondos en México

Hasta el momento, las Sociedades de Inversión han sido un instrumento poco utilizado y conocido en nuestro país. La falta de una cultura financiera y de una promoción de la diversidad de productos, así como las pocas oportunidades de ahorro de largo plazo son algunas de las razones que lo explican. Empero, las Sociedades de Inversión representan una opción financiera que está adquiriendo una mayor participación y aceptación en el mercado. La demanda por estas Sociedades de Inversión refleja indudablemente el perfil de riesgo de los inversionistas mexicanos, quienes prefieren invertir en títulos de deuda antes que en accionarios; en su preferencia por los títulos de deuda, optan por los emitidos por las entidades gubernamentales, en particular por el Gobierno Federal. Como se observa en el gráfico siguiente, en el periodo 2005 a 2008, la inversión hacia Sociedades de Inversión privilegió aquellas de deuda y en menor las Sociedades de Capitales. En este periodo, se produjo un aumento en el número de Sociedades de Inversión: de 448 a 522.

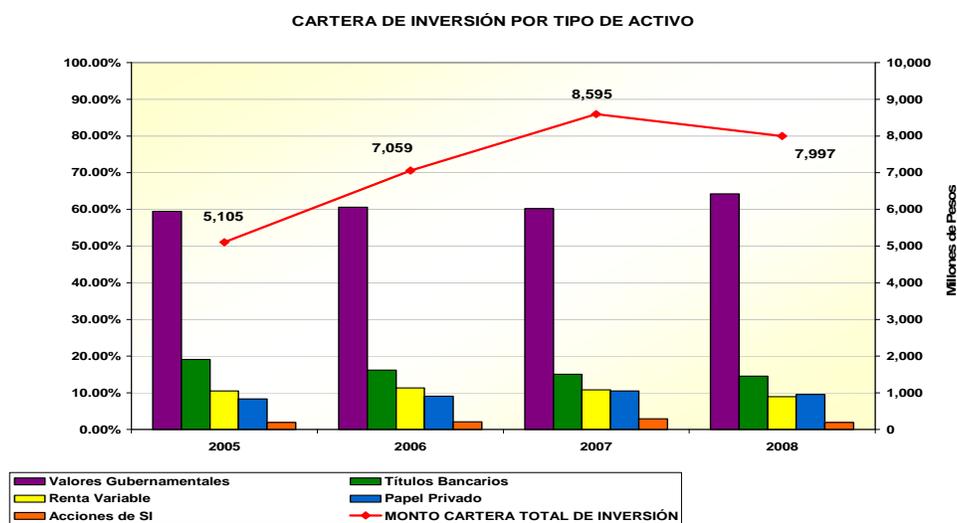
Gráfico 1



FUENTE: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de las Sociedades de Inversión emitido por la CNVB, 2005 – 2008

Este perfil de riesgo del inversionista mexicano se traduce en su apuesta hacia aquellos activos financieros que son emitidos por el Gobierno o que cuentan con el respaldo del mismo, como ocurre con los depósitos bancarios. En ambos casos, el rendimiento ofrecido al público es bajo, incluso hasta negativo, como es el caso de los depósitos bancarios. En 2005, casi el 80% de las carteras de inversión estaban representadas por dichos activos financieros: 59% hacia títulos gubernamentales, 19% en depósitos bancarios. En 2008, aumentó la preferencia por los gubernamentales (64%) y bajó la relativa a bancarios (14%), aunque esta última está por encima de otros instrumentos financieros. La inversión en títulos accionarios se mantiene en alrededor del 10% del total, lo cual revela el bajo perfil del inversionista por vincularse con las empresas mexicanas.

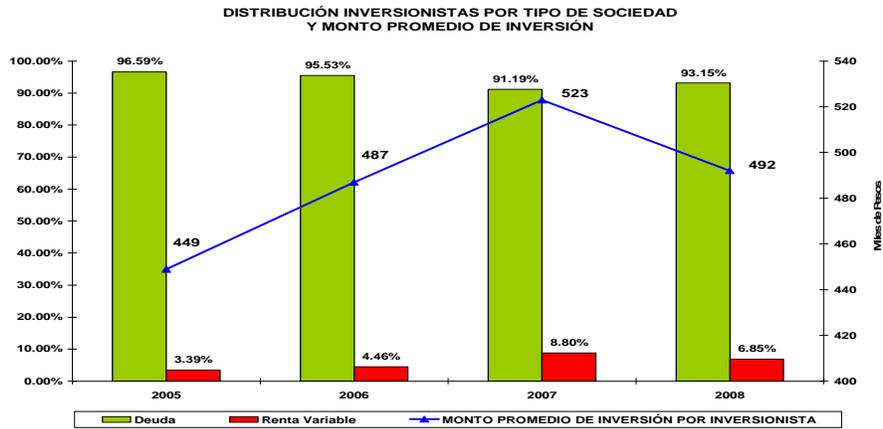
Gráfico 2



FUENTE: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de las Sociedades de Inversión emitido por la CNVB, 2005 – 2008.

Las Sociedades de Inversión representan una opción importante para un amplio número de inversionistas medios y bajos, en tanto constituyen un mecanismo oportuno para acceder a títulos financieros con mejor rentabilidad ofertados dentro del mercado de valores, los cuales de otra manera no podrían adquirir; además de que adquirir carteras es una estrategia financiera eficiente para evitar los riesgos de concentración pues la cartera minimiza los impactos adversos cuando los mercados van a la baja. En México, el monto promedio de inversión hacia las sociedades de inversión venía aumentando a partir de la recuperación económica de 1998: en el 2005 dicho monto promedio fue de 449 mil y se elevó a 523 en 2007 (véase gráfico número 3); empero, con los problemas económicos de México en el año 2008, dicho monto se redujo a 492 mil pesos, afectado indudablemente por los problemas de la recesión económica interna, la caída en los precios del petróleo y la recesión económica en Estados Unidos.

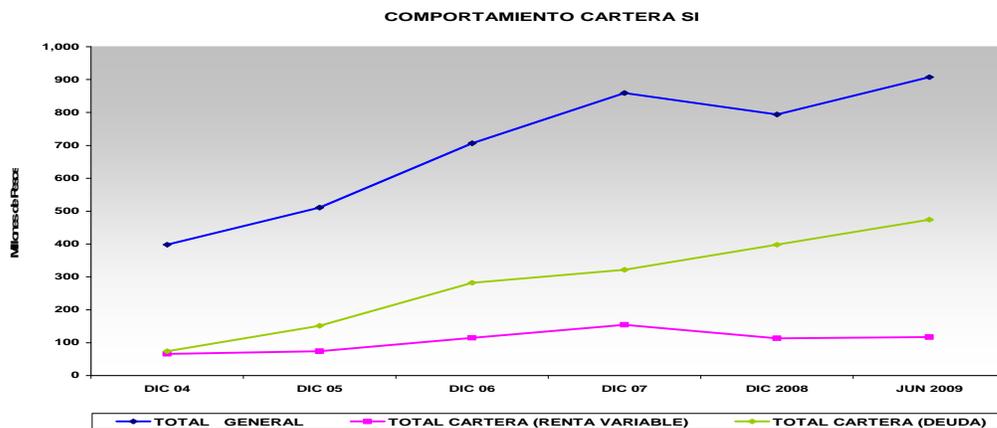
Gráfico 3



FUENTE: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de las Sociedades de Inversión emitido por la CNVB, 2005 - 2008

Los problemas de la crisis económica mexicana se acentuaron con la percepción entre los inversionistas de lo que se llamó el “Estado fallido”, es decir una degradación en la capacidad de gestión del Gobierno Federal, encabezado por el Partido Acción Nacional. Ambos fenómenos – recesión y debilidad gubernamental- dieron lugar a una acelerada depreciación del tipo de cambio y a un aumento del Riesgo País. Durante el 2008 se presentaron serios problemas financieros en el país que repercutieron en caídas bursátiles, salida de capital nacional y extranjera, depreciación cambiaria, descenso en las reservas internacionales del país, recurrencia a los mercados de capitales por nueva deuda y a la obtención de esquemas de apoyo a reservas con la Reserva Federal de Estados Unidos y con el Fondo Monetario Internacional, para tratar de crear un blindaje al tipo de cambio. Como se observa en el gráfico siguiente, el mercado de capitales fue el más afectado durante todo el 2008. En este periodo las Sociedades de Inversión de Cobertura tuvieron una fuerte demanda por el público inversionista.

Gráfico 4



FUENTE: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de las Sociedades de Inversión emitido por la CNVB, 2005 - 2008

En el cuadro siguiente se presenta un resumen de los gráficos relacionados en párrafos arriba. Es importante resalta el número de inversionistas en Sociedades de Inversión (1,866,453 de personas), con relación al número de personas que tienen una cuenta de depósito bancaria (al cierre de 2008, según la CNBV, se registraron un total de 24'642,710 contratos de cuentas de ahorro, sin especificar el monto promedio) lo cual nos confirma lo anteriormente señalado: a pesar de ser un mecanismo de ahorro sencillo, las Sociedades de Inversión siguen siendo una opción financiera poco demandada.

Cuadro 1 Resumen Comportamiento Mercado de Sociedades de Inversión 2005 a 2009 (junio)

Número Total de Sociedades de Inversión	448	474	483	522
Renta Variable	112	129	147	199
Deuda Personas Físicas	137	115	103	72
Deuda Personas Morales	81	73	69	57
Deuda Multiseries ⁴⁴	95	137	144	174
Capitales	23	20	20	20
Número de Inversionistas	1,141,313	1,452,316	1,651,414	1,866,453
Deuda	1,102,394	1,387,397	1,505,924	1,738,508
Renta Variable	38,691	64,773	145,324	127,844
Sociedades de Capitales	228	145	165	101
Monto Promedio de Inversión por Inversionista (En miles de pesos)	449,000	487,000	523,000	492,000
Cartera de Inversión por Tipo de Activo (En miles de millones de pesos)	510,539	705,930	859,479	799,746
Valores Gubernamentales (CETES, Udibonos, Bondes, Ajustabonos, BREMS, Reportos, UMS, etc.)	303,720	427,794	517,406	514,069
Títulos Bancarios (CEDES, Cuentas en dólares, Bonos Bancarios, Certificado Bursátil Bancario, Futuros, Swaps, etc.)	97,462	114,149	129,781	116,236
Renta Variable (Empresas, Warrants, Grupos Financieros, ADR's, Empresas extranjeras cotizadas en México, acciones registradas en el SIC, etc.)	53,658	80,264	92,824	71,516
Papel Privado (Pagarés, Papel Comercial, Bonos, Eurobonos, Certificados Bursátiles, etc.)	42,783	64,522	90,245	76,525
Acciones de SI	9,751	14,966	24,925	15,800
Empresas Promovidas	3,063	4,236	4,297	5,594
Obligaciones (de Empresas Promovidas, Préstamos sin Obligaciones)	102	6	9	6
Inversión Extranjera (En miles de millones de pesos)	9,120	10,987	10,799	10,258
Número de Inversionistas Extranjeros	34,227	36,001	35,871	34,538

FUENTE: Boletín Estadístico SI, CNBV

4.3 Fondos de Cobertura en México

Como ya se mencionó uno de los instrumentos financieros que ha tenido bastante demanda para tratar de protegerse del riesgo cambiario, es el Fondo de Cobertura o también llamado Sociedad de Inversión de Cobertura, instrumento definido como aquel que se constituye con valores referidos a otro tipo de divisas, por lo general en dólares estadounidenses, euros o en alguna canasta de monedas

⁴⁴ Sociedades que invierten sólo en valores de deuda de la más alta calidad crediticia y de fácil realización (las 2 primeras Calificaciones: AAA y AA). El horizonte de inversión es relativamente corto (1 año promedio).

representativas. Su propósito es proteger los recursos de las variaciones en la paridad del peso ante la divisa de referencia y otorgar rendimientos: se compran dólares, euros o la divisa elegida al tipo de cambio fijado por el Banco de México para las operaciones en documentos y se depositan en una chequera de inversiones en México por lo que el interés que sobre esas monedas se pueden obtener, en realidad es menor comparado con otros instrumentos de renta fija y variable, exceptuando la actual coyuntura. El rendimiento real depende de la evolución de la paridad. En caso de darse una devaluación, se obtienen beneficios y en una subvaluación minusvalía. La tasa de interés que ofrecen se relaciona poco con las ofrecidas en los Estados Unidos.

En los últimos años este tipo de sociedades de inversión ha tenido un rápido crecimiento especialmente entre los pequeños y medianos ahorradores. Actualmente, existen alrededor de 94 Fondos de Cobertura, entre Cobertura Peso-Dólar y Cobertura Peso-Euro. En el Cuadro número 2 se presentan a manera de ejemplo diversas Sociedad de Cobertura con rendimientos, calidad emisora y liquidez.

Cuadro 2 Principales Fondos de cobertura en el país

FONDO	OPERADORA	RENDIMIENTO PROMEDIO 2008	CALIFICACIÓN	LIQUIDEZ
PRINARLF	Principal Fondos de Inversión	57.070%	BBB/7	5 días
GBMUSD.BF	Operadora GBM	42.630%	A/6	Mensual
VALMX30.B0FI	Operadora Valmex de Sociedades de Inversión	41.285%	AAA/6	48 horas
VALMX30.B1FI	Operadora Valmex de Sociedades de Inversión	40.476%	AAA/6	48 horas
VALMX30.B2FI	Operadora Valmex de Sociedades de Inversión	40.476%	AAA/6	48 horas
HSBCDOL.B-2	HSBC Operadora de Fondos	35.985%	AA/5	48 horas
HSBCDOL.B-5	HSBC Operadora de Fondos	35.962%	AA/5	48 horas
HSBCDOL.B-6	HSBC Operadora de Fondos	35.739%	AA/5	48 horas
HZCOB+.B0-D	Impulsora de Fondos Banamex	35.719%	AAA/4	24 horas
IXEUSD.BF1	IXE Fondos	35.388%	AAA/4	48 horas
HSBCDOL.B-3	HSBC Operadora de Fondos	35.345%	AA/5	48 horas
HSBCDOL.B-1	HSBC Operadora de Fondos	34.100%	AA/5	48 horas
+TAS AUS.F2	Intercam Fondos	33.095%	AAA/4	24 horas
+TAS AUS.F1	Intercam Fondos	32.990%	AAA/4	24 horas
ARKACOB.B	Operadora de Fondos de Inversión Ve por Mas	32.628%	AA/4	48 horas
MONEXUS.BFC-1	Monex Operadora de Fondos	32.561%	A/4	24 horas

MONEXUS.BFC-2	Monex Operadora de Fondos	32.464%	A/4	24 horas
HORZCOB.B3-A	Impulsora de Fondos Banamex	32.452%	AAA/4	24 horas
MONEXUS.BFC-3	Monex Operadora de Fondos	32.396%	A/4	24 horas
MONEXUS.BFC-4	Monex Operadora de Fondos	32.332%	A/4	24 horas
ACTICOB.B-3	Actinver	32.262%	AAA/4	48 horas
BBVADOL.GB	BBVA Bancomer Gestión	32.238%	AA/5	48 horas
ZCOB.BF	Invex Operadora	32.183%	AAA/4	48 horas
INTERS2.B	Interacciones	32.156%	AAA/7	48 horas
BBVADOL.B	BBVA Bancomer Gestión	32.100%	AA/5	48 horas
BBVADOL.MB	BBVA Bancomer Gestión	32.096%	AA/5	48 horas
NTECOB.F	Operadora de Fondos Banorte	32.094%	AA/5	48 horas
ACTICOB.B-2	Actinver	32.085%	AAA/4	48 horas
SCOTIA3.F7	Scotia Fondos	32.042%	AA/4	48 horas
SCOTIA3.F6	Scotia Fondos	31.921%	AA/4	48 horas
ACTICOB.B-1	Actinver	31.834%	AAA/4	48 horas
SCOTIA3.TF	Scotia Fondos	31.558%	AA/4	48 horas
SCOTIA3.F5	Scotia Fondos	31.558%	AA/4	48 horas
VECTCOB.F1	Principal Fondos de Inversión	31.461%	AA/5	48 horas
SCOTIA3.F4	Scotia Fondos	31.437%	AA/4	48 horas
SCOTIA3.F3	Scotia Fondos	31.195%	AA/4	48 horas
VECTCOB.F2	Principal Fondos de Inversión	30.853%	AA/5	48 horas
GBMDOL.BF	Operadora GBM	30.836%	AA/6	24 horas
SCOTIA3.F2	Scotia Fondos	30.833%	AA/4	48 horas
NTECOB.F2	Operadora de Fondos Banorte	30.258%	AA/5	48 horas
SCOTIA3.F1	Scotia Fondos	30.229%	AA/4	48 horas
PRUCOB.B	Prudential Financal	29.839%	AAA/5	48 horas
ACTIPLU.B-3	Actinver	24.994%	AAA/5	Mensual
ACTIPLU.B-2	Actinver	24.506%	AAA/5	Mensual
ACTIPLU.B-1	Actinver	24.258%	AAA/5	Mensual
PRUDLS.B5	Prudential Financal	21.211%	AAA/6	Trimestral
PRUDLS.B6	Prudential Financal	21.211%	AAA/6	Trimestral
PRUDLS.B4		20.607%	AAA/6	Trimestral

	Prudential Financiam			
HZUSBON.B1-C	Impulsora de Fondos Banamex	20.553%	AAA/7	4 días
PRUDLS.B3	Prudential Financiam	20.306%	AAA/6	Trimestral
PRUDLS.B2	Prudential Financiam	20.005%	AAA/6	Trimestral
PRUDLS.B1	Prudential Financiam	19.402%	AAA/6	Trimestral
ACTIDOL.B-3	Actinver	12.034%	AA/7	48 horas
ACTIDOL.B-2	Actinver	11.558%	AA/7	48 horas
ACTIDOL.B-1	Actinver	10.967%	AA/7	48 horas
AXESPAT.B	Finaccess México	9.032%	AAA/5	Mensual
NTE-FC2.C	Operadora de Fondos Banorte	6.237%	AAA/3	Semanal
NTE-FC2.B	Operadora de Fondos Banorte	4.794%	AAA/3	Semanal
HZEURO.B0-D	Impulsora de Fondos Banamex	-7.584%	AAA/5	48 horas
ST&ER5E.B	Gestión Santander México	-8.865%	AAA/5	3 días
HZEURO.B2-A	Impulsora de Fondos Banamex	-8.958%	AAA/5	48 horas
IXEEURO.BF1	IXE Fondos	-9.584%	AAA/4	48 horas
ACTIEUR.B-3	Actinver	-11.258%	AAA/5	3 días
ACTIEUR.B-2	Actinver	-11.712%	AAA/5	3 días
ACTIEUR.B-1	Actinver	-12.059%	AAA/5	3 días
BBVAEUR.GB	BBVA Bancomer Gestión	-12.852%	AA/6	48 horas
BBVAEUR.PV	BBVA Bancomer Gestión	-12.979%	AA/6	48 horas
BBVAEUR.P	BBVA Bancomer Gestión	-13.191%	AA/6	48 horas
BBVAEUR.B	BBVA Bancomer Gestión	-13.403%	AA/6	48 horas
INTEURO.B1	Interacciones	-14.011%	AAA/6	48 horas
HZREAL.B2-A	Impulsora de Fondos Banamex	-14.379%	AAA/7	24 horas
SK-GLOB.B	Skandia Operadora de Fondos	-18.841%	AAA/6	4 días
SK-CT+.B	Skandia Operadora de Fondos	-26.028%	AAA/6	4 días
HSBCDOL.B-4	HSBC Operadora de Fondos	-54.519%	AA/5	48 horas
+TASAUS.F3	Intercom Fondos	No Aplica	AAA/4	24 horas
+TASAUS.F4	Intercom Fondos	No Aplica	AAA/4	24 horas
ACTICOB.F-2	Actinver	No Aplica	AAA/4	48 horas
ACTIPLU.F-3	Actinver	No Aplica	AAA/5	Mensual
FUENTE: http://Fondos.elfinanciero.com.mx/elfinanciero/aa_ver_clasificacion2.asp				

4.4 Ejemplos de Fondos de cobertura en México

Para tratar de ilustrar cómo es que la situación de los fundamentales de cualquier economía y las expectativas que sobre ella se tengan influirán en la demanda y comportamiento de productos financieros denominados en la moneda de tal país mostraremos el comportamiento de 3 Fondos de inversión, dos de ellos denominados en dólares y euros, para posteriormente comparar sus rendimientos con un fondo de inversión que invierte sólo en productos financieros denominados en pesos mexicanos.

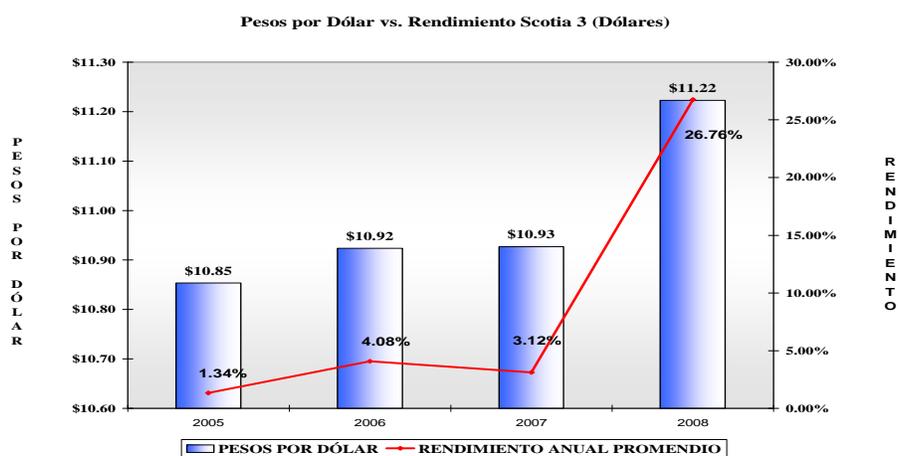
4.4.1 En Dólares

Scotia 3

Sociedad de Inversión en Instrumento de Deuda a corto plazo, especializado en Cobertura. El objetivo del Fondo es invertir en activos referenciados a instrumentos denominados en dólares en valores gubernamentales, corporativos y bancarios, y chequeras de inversión en dólares americanos. Como inversión complementaria invertir en valores referenciados a tasa fija con/sin cupón y tasa revisable denominados en pesos.

El principal riesgo asociado a este Fondo es la variación del tipo de cambio en su relación peso – dólar; está expuesto a riesgos de mercado, riesgos de crédito y liquidez. Los tres riesgos no tienen el mismo impacto en el Fondo. Bajo condiciones normales, es decir, mercados con volatilidad y entorno económico estable, los riesgos de mercado y riesgos de liquidez representan la mayor parte del riesgo mientras que el riesgo de crédito representa una menor proporción.

Gráfico 5



Durante el 2008 el rendimiento se incrementa dramáticamente, comparado con años anteriores, debido a la creciente incertidumbre financiera.

FUENTE: Elaboración propia con datos del Scotiabank Inverlat

Hasta antes de la actual crisis financiera mundial el dólar tenía un lugar preferente a nivel global. Desde el término de la Segunda Guerra Mundial EEUU se constituyó como la potencia mundial por ser la economía más sólida y con mayor crecimiento en todos los rubros económicos, por tanto, su moneda fue tomada para realizar el intercambio comercial a nivel mundial y de reserva. Sin embargo, y a pesar de que la economía norteamericana sigue siendo un importante motor mundial de crecimiento económico, es evidente que su influencia y poder están debilitándose, proceso acelerado por la crisis financiera que comenzó precisamente ahí. Varios son los factores que han contribuido a tal debilitamiento, por ejemplo a nivel internacional, el surgimiento de China como potencia económica, la cada vez mayor preferencia por el Euro como moneda de reserva o declaraciones de funcionarios de organismos financieros internacionales que no confían más en la fortaleza del dólar⁴⁵. Entonces, si comparamos los rendimientos obtenidos en el instrumento denominado en pesos con los rendimientos obtenidos en el Fondo que invierte en dólares, observamos que éste último presenta una ligera pero constante baja de preferencia frente al primero. Situación que, para los inversionistas del mercado mexicano, refleja la incertidumbre que sobre aquella economía se percibe, ya que en los últimos años el déficit comercial y fiscal de EEUU y su amplia deuda con el resto del mundo⁴⁶, entre otras razones como las anteriormente mencionadas, han restado valor al dólar frente a otras monedas. “La fortaleza de una moneda es el reflejo directo de la salud económica del país de cada moneda. En el caso del dólar, es comprensible su debilidad cuando Estados Unidos atraviesa una de las peores crisis de su historia. Ante estas circunstancias el país ha dejado de ser atractivo para invertir y la salida masiva de capitales que buscan otros lugares de inversión hace que la moneda pierda valor”.⁴⁷

4.4.2 En Euros

IXEEURO

El objetivo fundamental de este Fondo es ofrecer e invertir en un portafolio conformado preponderantemente en valores y sociedades de inversión denominados o ligados al euro y en menor medida en moneda nacional, depósitos bancarios de dinero en euros a la vista en entidades financieras inclusive del exterior y valores gubernamentales, bancarios y privados con altas calificaciones

⁴⁵ “Evidentemente, EU se vio seriamente afectado por la crisis. Sus perspectivas dependen de si logrará abordar los enormes déficit, recuperarse sin inflación y reformar el sistema financiero. Ya se ha repuesto antes de situaciones adversas. Pero EU cometería un error si diera por sentado que el dólar seguirá siendo la moneda de reserva predominante. De aquí en adelante, surgirán cada vez más opciones frente al dólar”, Robert B. Zoellick, Presidente del Banco Mundial, conferencia pronunciada en la Escuela de Estudios Internacionales Avanzados Paul H. Nitze de la Universidad Johns Hopkins, Washington, 01/10/2009.

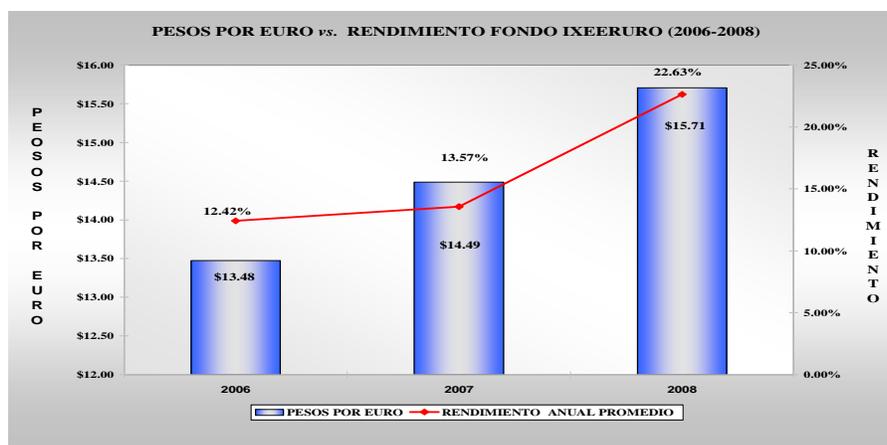
⁴⁶ Dos factores principales han sostenido la posición primordial del dólar en el mundo: Primero, los flujos de capital hacia los EE.UU. por concepto de 'reversión', es decir, la inversión, en los EE.UU., de los superávit comerciales obtenidos por parte de países e inversionistas extranjeros por su intercambio con EE.UU. Segundo, la facturación de las transacciones petroleras a escala mundial en dólares americanos, siendo este factor de vital importancia para los EE.UU. por garantizar la perpetuación de su moneda como la divisa de reserva internacional más importante. Esto les permite continuar 'auto-endeudándose' en 'dólares propios' sobre cuya impresión tienen el monopolio exclusivo. Esto quiere decir, que la Reserva Federal ha imprimido e imprime dólares en la cantidad que considera necesaria y en el momento cuando lo considere necesario, prácticamente sin restricciones, aparte de la capacidad y voluntad de absorción a escala mundial y la presión inflacionaria generada tanto a nivel doméstico como internacional. A todas estas, los inmensos flujos de capital hacia EE.UU. provenientes del exterior no sólo han financiado sus déficit comerciales y de balanza de pagos.

⁴⁷ MEJÍA, Jaime. “*El dólar siguen en caída libre*”. En Latino Blogs. 17 Septiembre 2009.

<http://www.aollatinoblog.com/2009/09/17/el-dolar-sigue-en-caida-libre/>

crediticias y altos niveles de liquidez. El principal riesgo de este fondo es cuando se presentan variaciones positivas del peso mexicano respecto al euro.

Gráfico 6



FUENTE: Elaboración propia con datos del Scotiabank Inverlat

Observamos que la rentabilidad de este Fondo ha sido en promedio de 16.21% para los últimos 3 años, para explicarlo debemos remitirnos al comportamiento del euro en el mismo periodo, cuyo atributo principal es la estabilidad económica de la zona, la política monetaria seguida y, exceptuando la coyuntura económica mundial, los sólidos fundamentales macroeconómicos que presentan las economías integrantes, factores que en gran medida garantizan el poder adquisitivo de los capitales ahí invertidos, base de la confianza y credibilidad en la Zona y, por su puesto, en la moneda.

“La estabilidad es el atributo básico de una buena moneda, detrás del euro hay una sofisticada infraestructura de sistemas de información, comunicación y pagos, el complejo entramado institucional en el Tratado de la Unión, política fiscal, competencia de cada Estado, política económica a escala internacional, así como una base de información estadística, sin la cual ni la moneda ni la política monetaria podrían existir⁴⁸”.

En resumen: los instrumentos financieros denominados en euros han funcionado sin mayores sobresaltos, no ha presentando, drásticos, rápidos o grandes cambios, se han caracterizado por la estabilidad y moderado pero sostenido crecimiento.

⁴⁸ DOMINGO SOLANS, Eugenio. “*Perspectivas y enseñanzas del euro como moneda internacional*”. Conferencia en la Asociación Española de Ejecutivos de Finanzas. España, Madrid 13 de mayo de 1999.

Cuadro 3 Indicadores Macroeconómicos Unión Europea 2005 - 2008

Año	TASA DE CRECIMIENTO PIB	PIB PER CAPITA (% INCREMENTO RESPECTO AL AÑO ANTERIOR)	TASA DE DESEMPLEO	TASA DE INTERÉS A LARGO PLAZO	TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR	SALDO BALANZA COMERCIAL (EN MDD)
2005	2.40%	2.10%	9%	3.40%	1.24	-535.5
2006	1.70%	1.70%	8.30%	3.80%	1.25	-670.1
2007	3.10%	1.20%	7.50%	4.40%	1.37	-636.6
2008	3%	-0.50%	7.60%	4.40%	1.47	-777.3
2009	0.80%	-3.60%	9.90%	2.70%	1.37	-456.3

FUENTE: FMI <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/tblsPartBs.pdf>

4.4.3 En Pesos Mexicanos

Scotia G

Sociedad de Inversión en Instrumentos de Deuda. El objetivo del Fondo es mantener el portafolio invertido exclusivamente en valores gubernamentales, entendiéndose por éstos los valores definidos con tal carácter en el “Acuerdo por el que se expiden los lineamientos para el manejo de las disponibilidades financieras de las actividades paraestatales de la Administración Pública” o cualquier otro que lo sustituya o complemente. Incluyendo valores gubernamentales referenciados a tasa fija con/sin cupón y tasa revisable denominados en pesos. Dichos activos pueden contar con un rendimiento nominal o rendimiento real, expresados en pesos. El principal riesgo asociado a este Fondo son las variaciones de las tasas de interés líder del mercado mexicano.

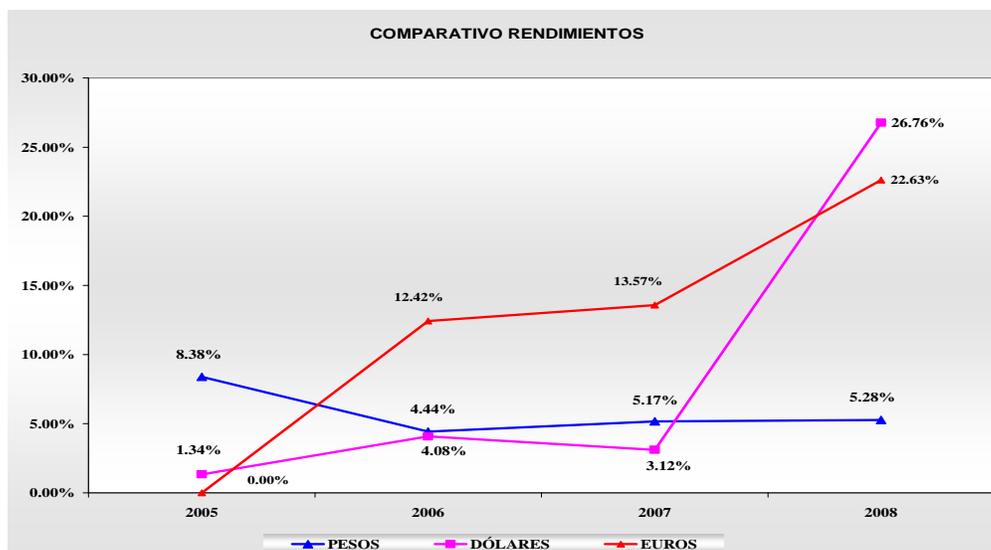
En el cuadro y gráficos siguientes se muestran comparativos de rendimientos para tres Fondos de Inversión donde la apuesta es invertir en activos en monedas diferentes: dólar de Estados Unidos, Euro y Pesos Mexicanos. Para el periodo de referencia (2005 – 2008) resultó favorable para un inversionista invertir en Euros para todo el periodo o para cualquier año del 2006 al 2008. En el caso de la inversión en dólares, el inversionista recuperó básicamente su inversión en el último año (2008) cuando se presenta la vulnerabilidad financiera mexicana y los activos en euros reflejan también fragilidades de las economías europeas. Dada la percepción de un mayor riesgo país para México, las inversiones en pesos ya no son atractivas, lo cual explica la pérdida de dinamismo en la entrada de capital extranjero al país, y en su caso la salida de capital hacia plazas extranjeras seguras.

Cuadro 4 Comparativo Rendimientos: Dólares, Euros y Pesos, 2005-2008

AÑO	RENDIMIENTO EN PESOS (SCOTIA G)	RENDIMIENTO EN DÓLARES (SCOTIA 3)	RENDIMIENTO EN EUROS (IXEEURO)
2005	8.38%	1.34%	0.00%
2006	4.44%	4.08%	12.42%
2007	5.17%	3.12%	13.57%
2008	5.28%	26.76%	22.63%
RENDIMIENTO PROMEDIO	5.82%	8.83%	12.16%

FUENTE: Elaboración propia con datos del Scotiabank Inverlat

Gráfico 7



Las SI de Cobertura ganan cuando el peso pierde: nótese cómo es que efectivamente la el valor y/o confianza que sobre una moneda se tenga reflejará la “salud” de una economía, situación que impacta de manera directa en el rendimiento de instrumentos denominados en dicha moneda. El Instrumento denominado en pesos tiene tendencia a la baja mientras que los denominados en monedas duras presentan importantes rendimientos, especialmente durante 2008 que es cuando el peso mexicano tiene las mayores caídas.

FUENTE: Elaboración propia con datos del Scotiabank Inverlat

Cabe reiterar que la fortaleza de una moneda es el reflejo directo de la salud económica del país y de la percepción riesgo país que tienen los inversores en los activos de dicho país frente a los de otros países. A lo largo de la presente investigación he mencionado, a grandes rasgos, algunos de los principales problemas estructurales de la economía mexicana, mismos que dificultan el acceso al crecimiento económico. El rendimiento obtenido en el fondo que invierte sólo en instrumentos financieros denominados en pesos muestra la poca confianza que sobre nuestro país se tiene, y la incertidumbre que perciben los inversionistas, basados en el impacto que ha tenido la crisis financiera sobre nuestro país, el más afectado de América Latina.

4.5 ¿Expectativas de rentabilidad o cobertura?

Entendemos como rentabilidad a la capacidad de un activo financiero para producir beneficios, la rentabilidad es el objetivo económico principal de toda inversión. Para poder medir y/o pronosticar la rentabilidad de un activo en un periodo de tiempo existen diversos métodos de análisis, por ejemplo el del Riesgo País, que se basa principalmente en la solvencia económica, es decir, en la capacidad del país para garantizar la devolución de la inversión inicial más cierto margen de beneficio, en este punto es importante señalar que la rentabilidad real será igual a la rentabilidad nominal menos la inflación registrada en el periodo considerado.

Por tanto, los niveles de rentabilidad reales que ofrezca un país para los diferentes tipos de inversión que logre captar servirán también como un claro indicador para valorar qué tan eficiente es el manejo de esa economía y cuáles son sus puntos débiles que a la larga podrían mermar la rentabilidad. De ahí

que la estabilidad y solidez en los fundamentales macroeconómicos de un país sean las mejores referencias y estrategias para mantener estable el valor de la moneda local, por el contrario, cuanto más débil y/o incierta sea la situación de un país más difícil le resultara sostener su moneda y se esperará que se debilite frente al resto de las mismas.

Entonces, tomando como referencia el comportamiento de los Fondos de Inversión anteriormente mencionados observamos que los inversionistas los prefieren no simplemente procuran “cubrirse” de posibles bajas importantes en tipo de cambio del peso mexicano frente a las 2 monedas hegemónicas, sino que adicionalmente buscan obtener cierta rentabilidad a través de este tipo de instrumentos, originalmente dirigidos a exportadores-importadores que deseaban fijar un precio futuro para el Tipo de Cambio y evitar pérdidas por posibles movimientos bruscos en el valor de la moneda. Así, en los últimos años el hecho de poder negociar con el valor de la moneda y que no sólo sea posible evitar pérdidas sino también obtener ganancias ha provocado que los instrumentos financieros de cobertura sean de los más populares en el mercado de divisas y se pueda invertir en ellos con cantidades de dinero relativamente bajas.

Para el mercado mexicano ha resultado un buen negocio “apostar” en contra del peso, que últimamente, a pesar de estar no oficialmente controlado ha mostrado una lenta pero constante pérdida de valor ante tales monedas. Esta constante disminución de valor resulta fácilmente explicada por la poca mejoría que muestran las principales variables macroeconómicas nacionales en un contexto político de deficiente gestión política de la actual administración.

Adicionalmente, tendría que mencionarse el gran impacto que la actual crisis financiera ha tenido en nuestro país sobre todo en las cuentas externas: contracción de las exportaciones no petroleras dado el debilitamiento de la demanda externa, deterioro en los términos de intercambio al disminuir drásticamente el precio del petróleo en los mercados internacionales, menores ingresos del exterior por remesas familiares y viajeros internacionales, y condiciones más restrictivas de acceso a los flujos de capital exteriores, tanto crediticios como de inversión.

Si estos determinantes se revierten, se estima que podría frenarse la vulnerabilidad del tipo de cambio. Un elemento clave será el repunte del precio internacional del petróleo pues será percibido como un componente favorable de la solvencia financiera del país. Hasta el primer trimestre del 2009 se presentó una tendencia general de aversión al riesgo en activos en pesos, con la consecuente pérdida de confianza, fenómeno que forzó al gobierno a tomar medidas⁴⁹ de blindaje, las cuales indudablemente siguen diseñadas para algunos sectores económicos.

⁴⁹ En abril de 2009 la Comisión de Cambios anunció que el Gobierno Federal decidió solicitar al FMI una línea de financiamiento contingente con vigencia de un año por aproximadamente 47 mil millones de dólares con el objeto de blindar a la economía mexicana de las condiciones desfavorables en los mercados internacionales de capital ante la incertidumbre generada por la actual crisis financiera. Al mismo tiempo se buscó ampliar las opciones para financiar la Balanza de Pagos y, por tanto, aumentar la influencia sobre el mercado cambiario para evitar la volatilidad excesiva del peso y evitar una depreciación mayor de la moneda. *Guía Económica*, Scotiabank Inverlat 01/04/2009.

4.6 Deficiencias del modelo

Después de los años setenta inició por todo el mundo la promoción y puesta en marcha de un nuevo modelo económico, el cual en esencia retoma las ideas del liberalismo económico al proponer que se dejara a las leyes de mercado la regulación del sistema económico, es decir, el mercado como medio para la distribución y asignación de recursos, destacando el papel de la propiedad privada y señalando que la intervención estatal era, en gran medida, la causante de los desequilibrios económicos por lo que su intervención debía limitarse al establecimiento de políticas y mecanismos de control y promoción económica.

Por supuesto, nuestro país no fue la excepción y a inicios de la década de los ochenta se aseguró que “con las medidas de liberalización del comercio exterior, del sistema financiero y de la inversión extranjera, la orientación de la economía hacia los mercados externos, la privatización de las empresas públicas, la desregulación de las actividades económicas, la estricta disciplina fiscal, la erradicación de los desequilibrios fiscales previos (mediante la disminución de la inversión y gasto público) y un adecuado marco regulatorio e institucional para resguardar los derechos de propiedad conduciría a nuestro país hacia la tierra prometida de las mayores tasas de crecimiento económico y los más altos niveles de bienestar”.⁵⁰

A casi tres décadas de medidas neoliberales, al menos para nuestro país, no se han obtenido los resultados esperados, por el contrario, poco a poco y, a partir de entonces, se han socavado las bases reales del crecimiento económico, considero como causantes principales de la afirmación anterior medidas como:

1. Menor participación del Estado en la economía: con el argumento de que la excesiva regulación e intervención del Estado en la economía interfería con las actividades de los individuos y en la correcta autorregulación del mercado, se aceptó que la intervención del Estado se limitara a apoyar la consolidación de las nuevas estructuras de mercado, apoyar proyectos que incrementarían la productividad y rentabilidad económica. Sus principales funciones serían las de realizar acciones encaminadas a salvaguardar los derechos de propiedad, supervisar intercambios comerciales, asegurar la aplicación de las leyes, el cuidado del medio ambiente, así como tener la función complementaria o supletoria en áreas poco atractivas o rentables.

Aunque no se trata de tener un Estado aparatoso, lo cierto es que su continuo adelgazamiento y menor margen de acción para ejercer con eficiencia sus funciones ha tenido altos costos económicos y sociales. La menor participación económica del Estado le ha quitado el papel de rector y promotor del crecimiento, no cuenta con la suficiente capacidad para estructurar objetivos de largo plazo, ha disminuido la capacidad recaudatoria y de gasto, esto con las correspondientes consecuencias: menores sistemas de seguridad y bienestar social, menor creación de infraestructura, vulnerabilidad a los movimientos externos, empeoramiento en la distribución del ingreso, etc.

⁵⁰ CALVA, José Luis. “*Balance del modelo neoliberal*”. El Universal. 22 de Febrero 2007.

En este momento, y de manera contradictoria, en los países promotores de la no intervención estatal es donde, debido a la actual coyuntura, ha sido el Estado el que ha “resurgido” de manera sumamente activa para tratar de frenar la crisis financiera, al mismo tiempo que amplios sectores comienzan a cuestionar el fundamentalismo del mercado y a plantear la necesidad de repensar el modelo económico y el papel que hasta entonces ha jugado el Estado frente al mercado.

2. Apertura Comercial: uno de los puntos básicos del nuevo modelo fue la liberalización del comercio exterior a través de la reducción de las barreras arancelarias.

Según los economistas M. Damill y S. Keifman⁵¹ existe diferencia entre *apertura* y *liberalización*, la *apertura* se refiere a un conjunto de políticas de largo plazo destinadas a orientar la economía hacia los mercados internacionales, en una dinámica liderada por las exportaciones. Por otro lado, la liberalización consiste en dismantelar de manera abrupta y en el corto plazo, para estos mismos economistas en América Latina la liberalización se llevó a cabo al inicio de las estrategias de internacionalización, coincidiendo con procesos de estabilización, con un Estado pasivo y con una baja tasa de formación de capital, lo que no dio gran oportunidad de cuestionar las medidas que estaban por aplicarse.

Partiendo de la afirmación anterior es posible explicar, en parte, la actual situación de la balanza comercial: deficitaria desde hace décadas donde las importaciones (bienes de capital, bienes intermedios y, sobre todo, bienes de consumo) rebasan por mucho las exportaciones, éstas últimas insuficientes para generar las divisas que el país requiere.

De la misma forma, la liberalización comercial ha profundizado los desequilibrios sectoriales agudizados en la medida que la planta productiva interna se vuelve obsoleta e ineficiente, condenada al estancamiento, la desarticulación y a la reconcentración en empresas corporativas del capital transnacional. Por otro lado el sector exportador se diversifica limitadamente y se reconcentra en grandes firmas empresariales. Esta nueva reconfiguración de desequilibrios estructurales ha inhibido la potencialidad del crecimiento, limitado además por los mecanismos recesivos del control inflacionario. La formación del capital ha tendido a caer, el ingreso a reconcentrarse y la propensión al consumo a aumentar mientras el nivel de inversión ha descendido en términos reales, con lo cual el crecimiento tiene un comportamiento que oscila entre el estancamiento y el crecimiento moderado⁵².

3. Liberalización financiera: además de ser uno de los pilares del modelo económico actual, México como una economía en vías de desarrollo privilegia el uso de las fuentes privadas de financiamiento como medio para acceder al crecimiento, a falta del suficiente ahorro interno, siendo la IED y la inversión de cartera las más importantes.

“Con el objetivo de atraer inversión México ha llevado a cabo políticas de apertura que forman parte de los procesos de ajuste para crear un ambiente de condiciones estables y favorables para la inversión

⁵¹ Profesores Investigadores de La Universidad de Buenos Aires, colaboradores en el BID y CEPAL

⁵² SALINAS CALLEJAS, Edmar. “*La transición de la economía mexicana*”. III Conferencia Internacional de la Red de Estudios sobre el Desarrollo Celso Furtado.

(...). El impacto real que finalmente tendrán los flujos financieros internacionales dependerán en gran medida del grado de integración que logren con las estructuras productivas del país, por lo que el objetivo debería ser involucrar más a los actores económicos, a la par de generar estructuras productivas menos dependientes de tecnologías de capital externo”.⁵³

Según los teóricos del neoliberalismo, con la liberalización financiera iniciarían una serie de cambios estructurales que contribuirían a mejorar la rentabilidad de los capitales que el país captara y, por tanto, la productividad del país mismo. Del mismo modo, debería acrecentarse la capacidad de endeudamiento de los países, los mercados financieros se harían más sofisticados y ofrecerían instrumentos de deuda, de tal forma que el ahorro interno se beneficiaría debido a la mayor competencia entre los tomadores de préstamos por la disminución en los costos de financiamiento. Finalmente, la liberalización posibilitaría que la balanza de pagos se encarara de manera inversa: en lugar de buscar excedentes corrientes en lo alto de la balanza, se esperaban entradas de capital por lo bajo, de lo que resultaría un déficit de la balanza corriente. Pero se suponía que esto no expresaría desequilibrios, puesto que surgía el equilibrio entre el ahorro y la inversión a escala mundial, donde la mayor rentabilidad de los países emergentes atraía naturalmente los préstamos y colocaciones de las instituciones financieras de los países desarrollados.

La realidad, al menos para nuestro país, es que la liberalización financiera ha contribuido más a la formación de capitales especulativos que a la atracción del ahorro productivo que contribuyeran al crecimiento económico sostenido.

En este punto, y como parte de las ganancias que pueden obtenerse por negociar con divisas, es importante mencionar el papel que juegan la especulación liderada por capitales que buscan ganancias fáciles y rápidas mediante transacciones que permiten pretenden aprovechar o inducir cambios en el precio de una moneda a través del tiempo. Tipos de cambio en países relativamente inestables son los que ofrecen mayores posibilidades de ganancias, los especuladores estudiarán en qué momento el país parece más vulnerable. Así, aunque el tipo de cambio responde, como en cualquier mercado, a las leyes de la oferta y la demanda, también son muy susceptibles a las maniobras especulativas.

“Los especuladores son capaces de cualquier cosa: pueden devaluar o revaluar monedas, provocar fugas de capital, manipular las tasas de interés, producir *cracks* bursátiles internacionales, o quebrar empresas y hasta países. Su fuerza radica tanto en la capacidad organizativa que puedan desplegar, como en el poder de arrastre que ejerzan sobre los miles o millones de pequeños especuladores que eventualmente recluten. Los grandes, serán imitados por muchos cuanto mayores sean sus ganancias, hasta formarse esas poderosas fuerzas de asalto mundial, que hoy actúan impunemente en todas las naciones”.⁵⁴

Partiendo de los puntos anteriormente expuestos, es posible concluir nuevamente que tanto la dinámica como el modelo económico permiten la ganancia de unos a costa de otros, pues contrario a lo

⁵³ CONTRERAS DÁVILA, Talina. “*Deuda externa, crisis y crecimiento en México*”. En Economía Informa, Núm. 349, Nov – Dic 2007. Pág. 106.

⁵⁴ GUERRO, Rodrigo. “*Orden monetario y especulación mundial*”. 1ra. ed. Ed. Plaza y Valdés. México 2002. Pág. 142.

que se prometió, el Modelo Neoliberal no ha mejorado la estrategia para acceder al crecimiento económico sostenido sino que ha terminado por generar más desequilibrios, entre ellos:

- No genera las condiciones necesarias para acceder al crecimiento económico sostenido
- Provoca déficits comerciales, fiscales y financieros
- Incrementa el descontento social por la desigualdad en la distribución de la riqueza, al mismo tiempo que genera inseguridad social, violencia, desempleo, desplazamiento de personas entre países, xenofobia, pobreza, represión, etc.
- No se generan las divisas suficientes para el funcionamiento del país en el intercambio internacional, derivando en deterioro de las cuentas externas y medidas restrictivas
- Los movimientos de capital no se acompañan de inversión productiva, relegando al campo y a la industria.
- Caída del ahorro doméstico.
- Bajos salarios y deterioro de las condiciones laborales

La actual crisis en la que nos encontramos inmersos es una prueba más de la necesidad de replantear el Modelo económico, muchos teóricos incluso de países desarrollados han afirmado que éste ha llegado a su límite. La crisis actual, entonces, es también la crisis del modelo neoliberal; y, el cambio de este modelo, es una necesidad de supervivencia del sistema económico capitalista de mercado.

Conclusiones Generales

A lo largo de la presente investigación se ha abordado la situación actual de la economía mexicana y cómo ésta determina el comportamiento del Tipo de Cambio y, por tanto, de los rendimientos obtenidos en algunos productos financieros que lo toman como referencia y/o activo financiero principal.

El propósito fue explicar el rendimiento de los fondos de cobertura basándonos en el estudio de los fundamentales macroeconómicos y en las expectativas de corto plazo formadas a partir de los mismos, ya que para muchos inversionistas, sobre todo extranjeros, el valor de una moneda es un excelente indicador de la “salud” económica de un país, pues elementos como el nivel de reservas internacionales o el estatus de la balanza comercial lo influyen y son sumamente ilustrativos.

De acuerdo entonces con nuestro estudio, tenemos que, independientemente de la actual coyuntura internacional, en nuestra economía, al menos durante las últimas tres décadas, no ha existido una verdadera política económica encaminada a alcanzar el crecimiento sostenido, por el contrario, sólo se han implementado una serie de medidas paliativas que no han hecho más que obstaculizar y desarticular cadenas productivas y que esto tenga fuertes repercusiones políticas, sociales y ambientales.

Hasta antes de la actual crisis financiera nuestra economía había permanecido en un estado general de semiestancamiento. Sin embargo, la crisis ha hecho aún más evidentes los problemas estructurales y debilidades con los que ésta cuenta; excesiva apertura comercial y financiera con poca regulación, nula política de fomento al empleo, rezago en educación, salud, vivienda, ciencia, tecnología, infraestructura, pobre mercado interno, clase política incompetente, etc., en gran medida ello explica por qué México ha sido uno de los países más golpeados sólo después de Reino Unido, Alemania y Rusia; y también uno de los que menos perspectivas de mejora en el corto plazo tiene, además, sujetas a la recuperación norteamericana.

Todos estos problemas, obviamente, no ha pasado desapercibidos por los inversionistas y sobre todo, las Agencias Calificadoras Internacionales, que en conjunto exigen cada vez más garantías para ingresar al país por no considerarlo lo suficientemente confiable y capaz de generar por sí solo los rendimientos y/o ganancias necesarias, así como para sostener un valor estable de la moneda. Lo cual explica que ésta no sea una de las favoritas en el mercado internacional de divisas.

Es quizá debido a lo anterior que tradicionalmente el perfil del inversionista mexicano es en su mayoría conservador prefiriendo instrumentos de deuda sobre los de renta variable, aunque por lo general sean los segundos los que ofrezcan mayores rendimientos.

Durante los meses más álgidos de la crisis pudo comprobarse y aún acentuarse la afirmación anterior: una manera de evadir el riesgo y la incertidumbre fue refugiarse en los instrumentos de deuda, en especial la deuda gubernamental. Otro efecto de la mayor aversión al riesgo fue (es) la menor liquidez

en el mercado y las minusvalías que presentaron muchos fondos de inversión, en gran parte provocado por el retiro casi masivo de recursos.

A lo largo de 2008, el [peso mexicano](#) se vio sometido a sucesivas devaluaciones que le llevaron a perder alrededor del 50% de su valor frente al [dólar estadounidense](#): inversionistas comenzaron a adquirir grandes cantidades de dólares. Al aumentar la demanda de la divisa estadounidense, el peso se devaluó, como una medida precautoria, el [Banco de México](#) “inyectó” fuertes cantidades de dólares al mercado cambiario con el propósito de contener la devaluación del peso con cierto éxito. Especialistas atribuyeron la volatilidad de la cotización del dólar a una combinación de múltiples factores: el citado aumento de la demanda de la divisa, la acción de los [especuladores](#), el retiro de inversiones en divisas extranjeras y una mala percepción del desempeño de la economía mexicana⁵⁵. Este fuerte debilitamiento podría ser tomado en una primera interpretación de manera positiva ya que podría implicar una mejora en el tipo de cambio de México. Así, con la mejora en la competitividad la economía mexicana podría recuperar impulso a través de su demanda externa.

Pero en el contexto actual de reducción del volumen de comercio global por la histórica crisis, esta potencial mejora en la competitividad, difícilmente podría traducirse en un mejor resultado de la balanza comercial (para México esta posibilidad se hace más remota considerando la alta dependencia de la demanda estadounidense, deprimida por la crisis)⁵⁶.

Por otro lado, a la percepción de que la economía mexicana es una de las economías que menos expectativas de recuperación tiene han contribuido en buena medida las opiniones emitidas por Agencias Calificadoras Internacionales a través de la baja en la calificaciones de Riesgo País.

Como se mencionó, las Calificadoras hacen valoraciones cualitativas y cuantitativas tratando de anticiparse a la concreción de hechos y en factores vinculados con la: credibilidad de las políticas económicas y de sus hacedores; información económica confiable; experiencia crediticia del país; emulación competitiva; [estructura](#) de incentivos de los gerentes de portafolio; y, la percepción sobre la estabilidad política del país, entre otros aspectos. Todo ello influye sobre las preferencias de los inversionistas al afectar, sus decisiones de compra y [venta](#), así como en las cotizaciones de los activos objetos de inversión.

Un elevado riesgo país ocasiona dos efectos negativos sobre la economía: no solo se traduce en un incremento del costo del dinero para Gobierno y Empresas, sino que también ocasiona una reducción en la oferta de capitales en préstamos, pues muchos inversores no aceptarían un alto nivel de riesgo, y los que lo acepten seguramente lo harán invirtiendo importes sensiblemente más reducidos o a plazos más cortos o mayores tasas de rendimiento. Esto afecta en gran medida a los nuevos proyectos de inversión de las Empresas donde muchos no se implementarían por la elevada tasa de interés y la reducida oferta de capital a mediano y largo plazo. Un Riesgo País muy alto puede traer como

⁵⁵ Depreciación del peso mexicano, www.latinforme.com

⁵⁶: "[México vive la peor crisis en 70 años](#)", Algunos Roberto Nájjar, en BBC Mundo, 2 de julio de 2009

["El manejo de la crisis en México, de los peores del mundo: Stiglitz"](#), Víctor Cardoso en *La Jornada*, 20 de noviembre de 2009

consecuencia la negación del crédito mismo. Las principales consecuencias son una disminución de las inversiones extranjeras y un crecimiento económico menor. Todo esto puede significar desocupación y bajos salarios para la población.

El cambio a positivo de la calificación es un reconocimiento por parte de las calificadoras de que se está gestando un cambio en las condiciones económicas del país y da un mensaje a los inversionistas extranjeros de que es posible esperar un buen comportamiento de la economía⁵⁷.

Por tanto, el incremento en el monto manejado por las sociedades de inversión de deuda no solamente se debió a la aversión al riesgo sino en gran medida al ingreso de inversionistas que buscaban ganancias a costa de la constante baja de valor del peso mexicano frente a monedas duras como el dólar o el euro; es decir, el principal objetivo del inversionista en fondos de cobertura (deuda) fue lograr rendimientos con la diferencia en la paridad cambiaria peso-dólar y peso-euro, o cual se tradujo en incremento en el precio de los títulos de dichas sociedades, o sea que “ganan cuando el peso pierde”.

⁵⁷ ¿Y cómo estamos de Riesgo País?, Lopera Agudelo Catalina, Universidad EAFIT, Escuela de administración, finanzas e Instituto Tecnológico de Medellín. (www.eafit.edu.co)

Referencias

1. Libros

ABADIE LINARES, Jorge. *Balanza de pagos, sistemas cambiarios y el FMI*. Lima, Perú, Ed. Herrera Editores, 3ra. Edición, 1989.

CORREA, Eugenia. *Economía financiera contemporánea*. México, DF. UNAM - UAM, 1ra. Edición, Tomo 1, 2001.

CORREA, Eugenia (Compiladora). *Reforma Financiera en América Latina*. México, DF. Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales. 1ra. Edición. 2006.

COSTA RAN, Luis. *Divisas y riesgo de cambio*. España, Ed. Instituto español de comercio exterior, 1ra. Edición, 1995.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, Sara. *Mercado de divisas y análisis del mercado financiero*. Madrid, España, Ed. Pirámide, 1ra. Edición, 2001.

GUERRO, Rodrigo. *Orden monetario y especulación mundial*. México, DF., Ed. Plaza y Valdez, 1ra. Edición, 2002.

HERNÁNDEZ LAOS, Enrique. *Globalización, desigualdad y pobreza*. México, DF., Ed. Plaza y Valdez, 1ra. Edición, 2003.

HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. *Apreciación cambiaria, baja inflación, recesión económica*. México, DF. Ed. Diana, 1ra. Edición, 2002.

HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. *La economía política del estancamiento*. México, DF., Ed. Diana, 1ra. Edición, 2004.

JALIFE-RAHME, Alfredo. *El lado oscuro de la globalización*. México. Ed. Cadomo&Europa. 1ra. Ed. 2000.

LEVY ORLIK, Noemí. *Los cambios institucionales y sus efectos sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios*. México, DF., Ed. Plaza y Valdez, 1ra. Edición, 2001.

LEVY ORLIK, Noemí. *Globalización financiera e integración monetaria*. México, DF., Ed. Porrúa, 1ra. Edición, 2002.

LIZANO, Eduardo. *La reforma financiera en América Latina*. México, DF., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 1ra. Edición, 1993.

LÓPEZ GONZÁLEZ, Teresa. *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*. México, DF., Ed. Plaza y Valdez, 1ra. Edición, 2001.

PUYANA FERREIRA, Jaime. *Reforma financiera en América Latina*. Buenos Aires, Argentina, FLACSO, 1ra. Edición, 2006.

SÁNCHEZ DAZA, Alfredo (Coord.). *Lecturas de política monetaria y financiera*. México, DF., Amacalli Editores, 1ra. Edición, 1997.

SOROS, George. *La crisis del capitalismo global*. México, DF., Ed. Plaza Junes, 1ra. Edición, 1999.

VALENZUELA FEIJÓ, José. *Dos crisis: Japón y Estados Unidos*. México, DF., UAM, 1ra. Edición, 2003.

VILLAREAL GONZÁLEZ, José. *Política monetaria, política fiscal*. Madrid, España, Ed. Dykinson, 1ra. Edición, 2001.

VILLEGAS HERNÁNDEZ, Eduardo. *Sistema Financiero Mexicano*. México. Ed. McGraw Hill. 1ra. Edición.

2. Tesis

AYALA ACEVES, Víctor Raúl. *Política monetaria, tasa de interés y tipo de cambio; el caso reciente de México, 1995 – 2000*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 2003.

BUENDÍA OSORIO, José Luis. *Las sociedades de inversión de deuda como opción alternativa a la banca*. Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF. 2004.

GONZÁLEZ WOLF, Guillermo José. *Las sociedades de inversión como mecanismo para fomentar el ahorro mediante la adquisición de valores*. Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 1980.

LANDA FLORES, Aldo. *Los efectos del tipo de cambio real sobre el crecimiento económico de México, 1980 – 2002*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 2004.

ORTEGA MARTÍNEZ, Patricia. *Coberturas cambiarias y mercado de futuros del peso – dólar*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 1995.

PÉREZ VELAZQUEZ, Mónica. *Nueve años de política monetaria en un régimen de tipo de cambio flexible, México 1995 – 2003*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 2004.

ROMERO MÁRQUEZ, Indira. *Algunos determinantes del tipo de cambio real en México: el papel de los flujos externos de capital: 1980 – 1999*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 2000.

ROSAS RIVERA, María Olivia. *Hipótesis de mercados eficientes; relación entre el tipo de cambio y las tasas de interés*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 2006.

VILLANUEVA PUENTE, María Magdalena. *La devaluación como instrumento de política económica*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 1991.

ZAVALETA HURTADO, Gustavo. *Enfoques teóricos de los determinantes del tipo de cambio*, Tesis Licenciatura, UNAM, Facultad de Economía, México, DF, 1995.

3. Artículos

CABALLERO URDIALES, Emilio. *Las debilidades del crecimiento económico de México*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 329.

DUSSEL PETERS, Enrique. *Efectos de la inversión extranjera directa en la economía mexicana*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 322.

HUERTA GONZÁLEZ, Arturo. *Estado vs. Mercado: una visión no convencional*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 342.

LEVY ORLIK, Noemí. *Necesidad de nuevas políticas de crecimiento: un análisis del periodo 2000 - 2004*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 329.

LEVY ORLIK, Noemí. *Retos para el crecimiento económico: financiamiento y composición de la inversión*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 332.

MURAYAMA RENDÓN, Ciro. *La globalización de México: opciones y contradicciones*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 336.

RAMOS SÁNCHEZ, Daniel. *México: una era de decadencia social*. En Economía Informa, México DF, UNAM, Facultad de Economía, Núm. 342.

4. Web site

<http://coyunturayciclos.blogspot.com/>

<http://www2.standardandpoors.com/portal/site>

<http://www.fitchmexico.com>

<http://www.jornada.unam.mx>

<http://www.inegi.org.mx>

<http://www.banxico.org.mx>

<http://www.cnbv.gob.mx>

<http://www.jonathanheath.net>

<http://www.zonaeconomica.com/>

<http://www.economia.com.mx>

<http://www.bls.gov>