



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

“Evolución y comportamiento del
Tipo de cambio en México (2005 – 2009)”

TESINA

PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA:

MISAEEL FILIBERTO REYES ROJO

ASESOR:

LIC. ALEJANDRO GUERRERO FLORES



México D.F, Ciudad Universitaria, Marzo 2013.



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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



INDICE	
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1. MERCADOS FINANCIEROS	5
1.1 Concepto y evolución de los mercados financieros mundiales	5
1.2 Evolución de los mercados financieros mundiales y los mercados de divisas	6
1.2.1 El Mercado de Dinero	7
1.3 Mercado de divisas	8
1.4 Los mercados de capital	10
1.5 Los mercados de derivados	11
1.5.1 Características de los mercados de derivados	12
1.5.2 Riesgos asociados al mercado de derivados	14
1.5.3 ¿Qué son las opciones?	16
1.5.4 ¿Qué son los contratos de futuros?	16
1.5.5 ¿Qué son los swaps?	17
1.6 Mercados Financieros Internacionales	17
1.7 Mercados de coberturas de riesgos	19
1.8 Definición y clasificación de los riesgos	20
1.8.1 Tipos de riesgo financiero	21
1.8.2 Disminución del riesgo financiero	21
1.8.3 ¿Cómo hacer práctica del Hedge?	23
1.8.4 Tipos de riesgo cambiario	24
1.8.5 Consecuencias del riesgo cambiario	24
1.8.6 Riesgo de crédito	25
1.8.7 Riesgo de liquidez	25
1.8.8 Riesgo de mercado	26
CAPITULO 2. EI SECTOR EXTERNO MEXICANO	27
2.1 La balanza de pagos y factores que la afectan	27
2.2 El Tipo de Cambio	28
2.3 Cotización del tipo de cambio: el par de divisas	29
2.4 Sistemas de tipo de cambio	30
2.5 Tipo de cambio real y tipo de cambio nominal	31
2.5.1 Tipo de cambio nominal	31
2.5.2 Tipo de cambio real	31
2.5.3 Tipo de cambio real bilateral	31
2.5.4 Tipo de cambio real multilateral	32
2.5.5 El poder adquisitivo de una divisa.	32
2.5.6 Tipo de cambio en función del plazo de liquidación	32
2.5.7 Modelos de tipos de cambio	33
2.5.8 Modelo de paridad descubierta de tipos de interés	33



2.5.9	Modelo de balanza de pagos	33
2.5.10	Modelo de mercado de activos	34
2.5.11	Intervención y manipulación de los tipos de cambio	34
2.6	Teoría del equilibrio de cartera	35
2.7	La repercusión del tipo de cambio en una política exportadora e importadora	39
2.8	Repercusión de la política económica sobre el tipo de cambio en una economía abierta	40
2.9	La inflación, el desempleo y el crecimiento	41
2.10	Enfoques sobre el pronóstico del tipo de cambio	43
CAPITULO 3. COMPORTAMIENTO HISTORICO DEL TIPO DE CAMBIO EN MEXICO		45
3.1	Característica de la economía mexicana	45
3.2	La relación Estados Unidos – México	48
3.3	La experiencia mexicana	51
CAPITULO 4. PROPUESTA DE LA INVESTIGACION		53
4.1	Propuesta de la creación de un Consejo Monetario	53
4.2	El Consejo Monetario	55
CONCLUSIONES		58
GLOSARIO		60
BIBLIOGRAFÍA		62



JUSTIFICACIÓN.

El presente trabajo busca demostrar principalmente que la apreciación empírica acerca del efecto de la inversión en cartera como factor explicativo de las variaciones del tipo de cambio en México es correcta. Para este efecto se propone la aplicación de algunos métodos sencillos para el análisis, simulación y pronóstico del tipo de cambio.

El tipo de cambio en México ha venido mostrando un comportamiento sumamente irregular a través de la historia reciente del país y de acuerdo a la evidencia empírica, como resultado de las distorsiones económicas y financieras que se han presentado en los últimos años. Los cambios bruscos en la paridad de la moneda han tenido una repercusión determinante en la planeación financiera de las empresas y en la estabilidad económica interna, y ha sido un factor detonante de las crisis recurrentes que se presentan en nuestro país.

Es por todo ello que es necesario promover una visión realista y racional sobre las expectativas futuras del comportamiento de nuestra moneda para crear conciencia y fomentar la cultura económica y financiera, que permita a los diferentes sectores de la economía conocer métodos y criterios de análisis sobre el tipo de cambio, y a la vez esperar que la economía mexicana evolucione y democratice el acceso y el uso de la información de estos temas, y que disminuyan las desventajas de ciertos sectores sobre el conocimiento de los riesgos que presentan los mercados financieros.

Es necesario entonces, comprender el comportamiento de los mercados financieros, tanto nacionales como internacionales, empezando desde su definición, y su efecto en la economía mexicana, a través de sus principales instrumentos de operación, y mostrar el marco en el que se encuentran ubicados en el mercado cambiario mundial.

Es necesario también analizar y presentar las diferentes teorías acerca del tipo de cambio, y su relación con los diferentes mercados, en este caso particular, analizar con detalle el mercado cambiario de México y Estados Unidos, y llevar un poco más allá el análisis, comparándolo con algunos países latinoamericanos.



GRACIAS...

A mi familia, Hilda Rojo Romero, Mario Reyes Gutiérrez y hermanos a quienes les debo todo. Por su comprensión en todo momento, por su apoyo incondicional y por permitirme alcanzar esta meta para ser mejor persona. Sin ustedes esto no sería posible. Este logro también es de ustedes.

A mi hermana Gloria Luz, que siempre me inculco a seguir superándome mediante sus consejos, risas y regaños, por su apoyo incondicional, y su gran cariño, este logro también es tuyo.

A Rosa Guzmán Reyes por apoyarme en los momentos difíciles, por sus consejos, su compañía, por incitarme a superarme día con día, por ser alguien incondicional y ser parte de este logro.

A mis amigos Jonathan Lugay, Daniel Cervantes, Gerardo Villarreal, Iván Martínez, Ulises Martínez, Alejandra, Dulce, Paco, por estar en los momentos cuando se les necesita, por su apoyo, consejos y por ser parte de este proceso de superación.

A mis hermanos amigos, Alberto Basilio, Máximo Gabriel, por ser mis confidentes, por creer en mí, por el apoyo en todo momento. Gracias por caminar junto a mí y crecer juntos.

A mi tutor Alejandro Guerrero por su apoyo profesional y académico en todo momento en la elaboración de este trabajo.

A mi tío Rubén, en memoria, dedicó con todo mi cariño este trabajo, se que estaría orgulloso de este logro.

A todos y cada uno de mis profesores porque con todos sus conocimientos y sabiduría que me transmitieron han contribuido a mi formación, a mis sinodales que se tomaron el tiempo de leer mi tesina y contribuir a realizar este gran pasó.



INTRODUCCIÓN.

Los factores que determinan el tipo de cambio en el corto plazo son aquellos que influyen sobre la oferta y la demanda de dólares. Por un lado el comercio internacional y la inversión extranjera, y por el otro, las tasas de interés atractivas y el riesgo de insolvencia y de inestabilidad económica y política de un país. En el largo plazo, hay otros factores que influyen en la determinación del tipo de cambio. En primer lugar la productividad de cada país, es decir, la capacidad para producir de manera eficiente sus bienes y servicios. En segundo lugar, la velocidad a la que crecen los precios en cada uno de los países que tienen relaciones comerciales. Según la Teoría de la Paridad del Poder adquisitivo, el intercambio de una mercancía de un país por otra de otro país, debe darse a un precio tal que exprese la equivalencia entre ambas y debe mantener ese precio relativo en el tiempo.

El tipo de cambio debe asegurar que esa relación de precios se mantenga permanentemente para que ninguna de las dos economías sufra consecuencias negativas. Si por ejemplo, un automóvil norteamericano equivale a dos motocicletas mexicanas, en función de la productividad de cada país, el tipo de cambio deberá ser tal que exprese esa equivalencia, la cual sólo debería cambiar si cambia la productividad de alguno de los dos países. Siguiendo con el ejemplo, supongamos que el tipo de cambio es de 10 pesos por dólar y el automóvil vale diez mil dólares, es decir, en pesos vale cien mil pesos. Si las motocicletas valen cincuenta mil pesos cada una, entonces, a ese tipo de cambio, valen cinco mil dólares cada una. Es decir, los productos pueden intercambiarse entre sí en una relación de dos a uno, en función del poder adquisitivo de las monedas. Sin embargo, si hubiese un cambio en los precios de las motocicletas debido a un incremento inflacionario en el país que las produce y ahora cada motocicleta costara cien mil pesos, entonces, al mismo tipo de cambio valdrían, diez mil dólares, con lo que iguala el precio del automóvil y altera la relación de intercambio que pasa a ser, ahora, de uno a uno. Si esto sucede, los norteamericanos dejarán de comprar motocicletas que ahora les resultan más caras y la oferta de dólares disminuirá porque las exportaciones se reducen. Esto trae como consecuencia un encarecimiento del tipo de cambio que estará reflejando la menor oferta de divisas y genera un nuevo tipo de cambio de equilibrio. Se entiende que en el equilibrio se restablecerá hasta que el tipo de cambio refleje nuevamente la equivalencia entre los bienes y servicios.

En este caso cabría esperar que el tipo de cambio cueste ahora cincuenta pesos. Con este nuevo valor, las motocicletas volverían a su antiguo precio de cinco mil dólares. Con esta modificación de las dos monedas (peso y dólar) vuelven a tener el poder adquisitivo que tenían.



El problema que se presenta es que no siempre los factores que determinan la demanda y oferta de dólares en el corto plazo, generan un tipo de cambio que exprese las variaciones en los precios de cada uno de los países y, por tanto, el precio de las divisas no se ajusta de tal manera que permita mantener la equivalencia de las mercancías. Por ejemplo una tasa de interés muy atractiva en México, puede generar una gran entrada de capitales extranjeros y apreciar el tipo de cambio (abaratando el dólar) Pero el movimiento inflacionario se da en un sentido contrario, es decir, la inflación mexicana es mayor que la norteamericana, por tanto, lo que requeriría el comercio es que el tipo de cambio se depreciara para mantener el poder adquisitivo de las monedas. En este caso, un peso apreciado, es una moneda más cara para quien la quiera comprar, y hace más caras las cosas que se exportan, expresando, una equivalencia entre mercancías que no es real y perjudicando el comercio entre países. Al mismo tiempo, un peso caro o un dólar barato (es lo mismo) altera también la capacidad de lo que el peso puede comprar en el extranjero. Bajo esta circunstancia su poder de compra habrá crecido ficticiamente y estará comprando más de lo que en realidad puede si nos atuviéramos a la productividad del país. Y esto perjudica a los productores nacionales porque los consumidores optarán por comprar más en el extranjero.

Evidentemente, esta situación elevará la demanda de dólares al interior del país y disminuirá su oferta, lo que propiciará la depreciación del peso y llevará al dólar a un nivel más alto. El problema es que la corriente de ingreso de dólares vía inversiones extranjeras atraídas por la tasa de interés puede ser de tal magnitud que contrarresta el ajuste del tipo de cambio y le impide llegar a un nivel que permita restablecer el poder adquisitivo de las monedas. En ese momento decimos que el tipo de cambio de mercado no es igual al tipo de cambio de equilibrio.

Esta situación ha estado prevaleciendo en México de manera más o menos permanente en los últimos años. El tipo de cambio se ha convertido en el medio a través del cual se controlan los precios al interior del país. Mientras no haya depreciación del tipo de cambio, la inflación no crece. Entonces la política monetaria ha estado orientada a atraer fuertes remesas de capitales extranjeros con el fin de apuntalar el tipo de cambio, mediante las tasas de interés y otras medidas que mejoran las expectativas de los inversionistas extranjeros, aunque no necesariamente mejoran la situación de los mexicanos. Es decir, el dólar se está usando como ancla inflacionaria.

Esta política monetaria de fortalecimiento del peso ha provocado que se altere la equivalencia de los bienes y servicios que comercian México y Estados Unidos, porque la inflación de nuestro país ha sido mucho más alta que la del vecino. Esto ha dado como resultado que el tipo de cambio de mercado se aleje del tipo de cambio de equilibrio.



Como resultado de esta situación se ha abierto un debate respecto a sí el tipo de cambio actual es el correcto o el peso vale más de lo que debe valer (es decir, que está sobrevaluado).

El resultado que se obtiene es una sobrevaluación del peso frente al dólar. Es decir, de acuerdo con estos cálculos, el peso debería valer menos o el dólar debería costar más. La diferencia entre el tipo de cambio de mercado y el de equilibrio, depende del año base que se elija para el cálculo. Si se toma como base 1983 y se considera la inflación de los ochenta y los noventa, vemos que el tipo de cambio de equilibrio debería ser de 14.74 pesos, es decir, el margen de sobrevaluación sería del 56%. Si se considera como base el año de 1993, entonces, el diferencial inflacionario es menor y esto implicaría que el tipo de cambio estaría sobrevaluado en apenas 42 centavos, es decir, la sobrevaluación sería del 4% y el dólar debería estarse vendiendo a 9.86 pesos. Si optamos por tomar como base el año de 1996, nuevamente debido a que los diferenciales inflacionarios en esos años crecieron, entonces, resulta que la sobrevaluación del peso sería del 38%, es decir, el dólar debería costar 13.10 pesos. Finalmente consideramos un período más corto y tomamos como base 1999, tendríamos una sobrevaluación del 14%, lo que implica que el dólar debería costar 10.74 pesos. Lo que nos están diciendo estos resultados, es que el poder adquisitivo del peso y el dólar se ha alterado propiciando una falta de correspondencia del valor de los bienes y servicios que E. U. y México comercian, es decir, la sobrevaluación altera los precios relativos de los bienes y genera problemas de carácter estructural. Los resultados nos dicen también, que sin importar el año base que se considere, la paridad del poder adquisitivo se encuentra alterada en un margen de entre 46 centavos hasta 5.28 pesos. Mantener una situación de esta naturaleza en un plazo largo altera la capacidad competitiva del país y deteriora su productividad, lo que impide que pueda resolver sus problemas de crecimiento sostenible. La política monetaria tiene un objetivo y lo ha cumplido. Aquí, cabría preguntarse si no debería tener en cuenta las consecuencias.



HIPOTESIS:

Es posible conocer de manera eficiente el comportamiento del tipo de cambio, separando los factores y políticas económicas que le afectan.

El tipo de cambio en México es resultado de un efecto de cartera a corto plazo, mientras que a largo plazo está determinado por el diferencial inflacionario entre México y Estados Unidos.

Los instrumentos financieros mexicanos han sido ineficientes para la cobertura y obtención de tasas reales atractivas de ganancia a través del tiempo.

OBJETIVOS:

Aportar bases para medir el tipo de cambio del peso mexicano en relación al dólar, bajo distintas circunstancias para reconocer los tipos y niveles de riesgo que presenta la economía mexicana, con la finalidad de anticipar y proponer medidas de cobertura e inversión adecuadas y reconocer en diferentes periodos de tiempo las situaciones de estabilidad cambiaria.

Identificar la eficiencia histórica de los instrumentos de inversión en México.

Difundir el conocimiento sobre las causas y repercusiones de los movimientos del tipo de cambio en México. El modelo macro estabilizador de México en las pasadas dos décadas ha logrado reducir la inflación, a niveles de un dígito, pero a costa de un estancamiento económico sin precedentes, en el cual se indicara como se ha usado el tipo de cambio para ello.



CAPITULO I. MERCADOS FINANCIEROS.

1.1 Concepto y evolución de los mercados financieros mundiales.

Los mercados financieros son un conjunto de dispositivos y lugares a través de los cuales se realiza el intercambio de activos financieros y transferencias de recursos para el fondeo y liquidación de operaciones financieras y comerciales. Su función radica en la canalización de recursos de entes económicos con balanzas superavitarias a otros con balanzas deficitarias, entre especuladores, administradores de riesgos, tenedores, vendedores y compradores de activos de manera flexible, económica y rápida.

Las transacciones realizadas a través de estos mercados son susceptibles de ser clasificadas de acuerdo a su finalidad de la siguiente manera:

Transacciones operativas. Realizadas con el objetivo de apoyar las operaciones normales de los entes económicos a través del fondeo, inversión y de la liquidación de operaciones comerciales de bienes o servicios.

Transacciones precautorias. Derivadas de operaciones que tienen como finalidad la obtención de una cobertura de riesgos.

Transacciones especulativas. Son operaciones realizadas por participantes que buscan anticiparse a los movimientos del mercado, tomando posiciones tanto en activos como en mercancías con la expectativa de obtener una utilidad.

Los participantes de los mercados financieros son:

- a) Personas físicas.
- b) Instituciones financieras.
- c) Empresas no financieras.
- d) Gobiernos.

Las inversiones realizadas dentro de estos mercados buscan los siguientes objetivos:

Maximizar rendimientos.

Maximizar liquidez.

Minimizar riesgos.

Existen los mercados primario y secundario, siendo el primero el mercado en el que a través de una emisora otorga títulos o activos financieros a cambio de los fondos que recibe por concepto de préstamo o aportación de capital. Estas emisiones son rígidas debido a que establecen un plazo y tipo determinados por el emisor.

El segundo mercado, es el que a través de los títulos adquiridos en el mercado primario pueden ser vendidos antes de su fecha de vencimiento, o bien, en



cantidades más flexibles a las originalmente emitidas dando al mercado una alta liquidez, diversificación del riesgo y gran flexibilidad.

Los problemas de divisibilidad de montos y plazos, diversificación del riesgo y del contacto entre oferentes y demandantes es resuelto dentro del mercado secundario a través de los agentes financieros cuya intermediación puede ser directa o indirecta.¹ Cabe señalar que este mercado no proporciona financiamiento a los emisores, atendiendo al plazo y al nivel de riesgo.

Mercado de Dinero

Formado por instrumentos de renta fija, bajo riesgo y alta liquidez a un plazo generalmente no mayor a un año.

Mercado de capital

Formado por instrumentos a plazo mayor de un año, instrumentos de renta variable y con un mayor riesgo.

Clasificación de los tipos de instrumentos operados:

Instrumentos de renta fija

Son instrumentos que representan una deuda o crédito colectivo a un plazo definido y con un rendimiento (fijo o variable) determinado con anterioridad.

Instrumentos de renta variable

No existe un mecanismo predefinido de cálculo, su resultado depende del desempeño del emisor y cuyo plazo es indeterminado.

1.2 Evolución de los mercados financieros mundiales y los mercados de divisas.

Los mercados financieros mundiales tienen su origen primario en la invención del dinero y de la moneda, posteriormente en el establecimiento del patrón oro como medio de reserva de valor, y finalmente, en la crisis del sistema financiero internacional en la década de los setenta, cuando las monedas a nivel mundial empiezan a fluctuar y con ello, los precios de bienes, servicios e índices financieros.

La tendencia de la globalización económica (apertura) y financiera, se inicia en la década de los setenta y obtiene su máxima expresión en la década de los noventa al abrirse los mercados de economías ex comunistas y de países de economías que permanecían aún cerradas en Latinoamérica.

Los mercados financieros mundiales como se conocen actualmente son el resultado de la globalización económica cuya operación descansa en un elevado flujo y movilidad de capitales financieros, en la liberalización económica, en la alta

¹ Por Antonio Méndez De Madrid. Mercado de divisas. Curso de bolsa en el D. F.
Véase: <http://www.monografias.com/trabajos89/mercado-divisas/mercado-divisas.shtml> 2010



tecnología y en las enormes redes y mecanismos de inversión de instituciones financieras a nivel mundial.

Por otra parte, la actuación constante y permanente de los precios en los mercados mundiales tiene como objetivo permitir a la economía y a los mercados alcanzar de manera inmediata el equilibrio, realizando las correcciones dentro del mecanismo de precios de acuerdo a los cambios en la oferta y la demanda, y presuponiendo la existencia de mecanismos de autorregulación y corrección automática. Este esquema de formación de precios tiene como consecuencia una alta volatilidad en el valor de las monedas, de los activos y mercancías en general, lo que ha llevado a la creación y desarrollo de los mercados de derivados para el manejo y administración del riesgo, así como una fuente alternativa para la obtención de ingresos adicionales por parte de los especuladores.

Desde el punto de vista de los inversionistas, el capital financiero invertido buscará mantenerse con un rendimiento real por arriba de la inflación, así como sobre la depreciación probable de la moneda base con respecto a las demás monedas del mundo, buscando obtener rendimientos no decrecientes en todo momento.

Los principales centros financieros del mundo son: Nueva York, Londres, Frankfurt, Zurich, Singapur, Tokio y Hong Kong entre otros.

1.2.1 El Mercado de Dinero.

El mercado de dinero es un conjunto de dispositivos a través de los cuales se ponen en contacto oferentes y demandantes de fondos a plazo menor de un año, cuyo préstamo se formaliza a través de la emisión de un título o valor. En este intercambio, los fondos son transferidos temporalmente a cambio del pago de un costo o tasa de interés que se fija de acuerdo a la oferta y demanda documentados en el título o valor negociado.

Dentro del mercado de dinero, el rendimiento de los instrumentos se clasifica a grandes rasgos de la siguiente forma; Títulos con rendimiento calculado sobre tasa de descuento.

Dentro de este mercado se encuentran los títulos cuya ganancia ofrecida o rendimiento está expresado en el diferencial del valor nominal del instrumento contra el desembolso real del comprador del título o valor. Es decir, el emisor se compromete a realizar el pago del valor nominal del título al término de un plazo definido, recibiendo por él una cantidad menor al momento de la colocación o emisión.



La forma de cálculo la mostramos a continuación ejemplificando una inversión en CETES a 29 días del día 14 de abril de 2008.²

Po = Precio Teórico inicial o valor intrínseco.
Vn = Valor Nominal. \$10
ND = Número de días por vencer 29
d = Tasa de descuento nominal. 19.23
R = Rendimiento.

$$Po = Vn * \left(1 - \left(\frac{d * ND}{360} \right) \right) \quad Po = 10 * \left(1 - \left(\frac{19.23 * 29}{360} \right) \right) = 9.8451$$

$$R = \frac{Vn - Po}{Po} * \frac{360}{ND} * 100 \quad R = \frac{10 - 9.8451}{9.8451} * \frac{360}{29} * 100$$

R = 19.53%

1.3 Mercado de divisas.

El mercado financiero de divisas es considerado como una extensión del mercado de dinero internacional. Se define como el mercado base de los demás mercados financieros, puesto que en él se establece el valor de cambio de las monedas en que se llevan a cabo la compra venta de flujos internacionales.

El tipo de cambio es definido como el precio de una divisa con respecto a otra, dentro de este precio se incluyen los diferenciales de la tasa de interés entre países, su riesgo sistemático (riesgo país) y las expectativas de los participantes con respecto al comportamiento futuro esperado de la moneda en negociación.

En este mercado se intercambian recursos monetarios en diversas formas o presentaciones como son billetes y monedas extranjeras, transferencias bancarias e instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera. En este mercado además, existen como en todos los mercados posturas de compra "Bid" como de venta "Ask " conocido como "Spread" lo cual no es más que la diferencia entre el precio de compra y de venta.

²Lanzagorta, Joan. ¿Es bueno invertir en CETES directo? Planea tus finanzas, artículo del 12 de enero de 2012. <http://www.planeatusfinanzas.com/es-bueno-invertir-en-cetesdirecto/#axzz2DO7s1CNx>



La dimensión de este diferencial depende de los siguientes factores.

- a) Monto de la operación.
- b) Liquidez del mercado.
- c) Importancia y dimensiones del centro financiero en el que se negocia.
- d) Volatilidad presentada por el mercado.
- e) Expectativas.

También existen divisas artificiales basadas en canastas de divisas como son los Derechos Especiales de Giro (DEGS) y Euromoneda.

Existen distintos tipos de cambio por cada divisa, los más importantes son:

Bilateral.- De una divisa con respecto a otra.

Efectivo. Ponderado por el intercambio financiero y comercial.

Real. Con respecto a las monedas más representativas con las cuales un país realiza sus transacciones.

En las operaciones internacionales, en las ventas internacionales, comprador y vendedor residen en países diferentes con diferentes monedas, por tanto, deben llegar a un acuerdo respecto a la moneda en la que realizarán los correspondientes pagos y cobros.

Esta moneda puede ser la local de uno de los dos países o una tercera moneda extranjera, pero en cualquiera de los dos casos debe ser aceptable por ambas partes.

Una divisa es toda moneda extranjera diferente de la local, ya sea materializada en billetes, documentos de pago o saldo bancario. Para un exportador peruano por ejemplo, la moneda local es el nuevo sol y divisas son el resto de monedas como el dólar, yen japonés, el euro, etc.

Una característica importante de las divisas es su plena convertibilidad, es decir, la posibilidad de ser intercambiadas por otras divisas sin limitaciones respecto a origen, cantidad o plazo. Por ejemplo, cuando se dio la entrada del euro en 1999, en España, existían 21 divisas plenamente convertibles respecto a la peseta, cuya cotización oficial se establecía diariamente por el Banco de España.³

El mercado internacional de divisas está formado por la red de instituciones financieras de todo el mundo, es la parte más internacional del mercado y el más libre puesto que realiza sus transacciones en cualquier momento a través de cualquier medio de comunicación.

Es universal, careciendo de límites espaciales o temporales, con excepción de los que imponen algunos países con respecto a cierto tipo de operaciones, en todo caso, funciona las 24 horas del día y a lo largo y ancho del mundo. Sus nodos principales son una serie de plazas financieras donde concurren un gran número

³ Consúltese: Antonio Méndez. Curso de bolsa en el D. F. 2010. Mercado de divisas.



de operaciones del mismo tipo; por ejemplo, el mundo del dólar se sitúa en Nueva York, el euro en Frankfurt, el de la libra esterlina en Londres, pero esto tiene cada vez menos importancia dado que el reparto de operaciones se realiza a través de todo el mundo. Los principales mercados mundiales de divisas son:

- a) Europa: Londres, Frankfurt y Zurich.
- b) América, Nueva York, Chicago y Toronto.
- c) Oriente: Tokio, Hong Kong, Singapur, Melbourne, Sydney y Bahrein.

1.4 Los Mercados de capital.

La función básica del sistema financiero y de los mercados de capitales es la de conectar a los ahorradores con excedentes de capital, con aquellos que necesitan capital para realizar sus inversiones. Esta asignación de recursos implica un correcto funcionamiento del sistema de precios (tasas de interés). En un mercado eficiente los precios incorporan toda la información económica financiera relevante y los riesgos asociados que implican expectativas inciertas sobre el futuro; estos títulos e instrumentos se realizan a través del piso de remates de la bolsa o de manera extrabursátil.

Por otra parte el mercado accionario tiene gran importancia en la economía de un país ya que refleja las expectativas futuras sobre ella y su grado de capitalización. Es un mercado de operación para las empresas y a su vez, especulativo y de inversión.

Mientras que la banca tiene como finalidad el transferir recursos monetarios superavitarios a los deficitarios a riesgo propio, las casas de bolsa no corren riesgos ya que sólo realizan la transferencia de recursos monetarios basados en un precio dado. Las operaciones se realizan a través de montos estandarizados denominados lotes, cuyos precios son fijados por el mercado, y su variación se da a través de las pujas (variación mínima establecida en el precio de una acción).

El mercado de capitales está constituido por los activos financieros negociables emitidos a largo plazo, tanto en forma de deuda como de participaciones en el capital de una empresa. Se caracteriza por sus diferentes grados de riesgo y de liquidez. El largo plazo suele referirse a períodos de maduración, de vencimiento, superiores a un año (aunque existen documentos del mercado de dinero: bonos bancarios o cédulas hipotecarias con vencimientos mayores a un año).⁴

⁴ http://www.google.com.mx/#hl=es&tbo=d&scient=psyab&q=mercado+de+capitales+en+mexico&oq=mercado+de+capital&gs_l=serp.1.1.014.



Dentro del mercado accionario en México, el IPC es un indicador sumamente importante, debido a que actualmente contiene un portafolio de las 32 empresas más importantes del país. Se considera como un indicador futuro de la inversión. En Estados Unidos el índice más importante es el índice Dow Jones formado por más de 200 empresas.⁵

Para la valuación de activos accionarios se utiliza el descuento de los flujos esperados con respecto a otro instrumento de riesgo comparable, en donde:

$$VP \text{ Acción} = VP \text{ de los dividendos}$$

Las ganancias de los dueños de las acciones cotizadas en bolsa provienen de dos formas básicas:

- 1) Dividendos en efectivo.
- 2) Ganancias o pérdidas de capital.

1.5 Los Mercados de Derivados.

Son instrumentos cuyo valor depende o deriva del valor de un "subyacente", es decir, de un "bien" (financiero o no financiero) existente en el mercado. Hay dos clasificaciones a su vez:

Derivados financieros: divisas, tasas de interés, acciones, etcétera.

Derivados no financieros (Commodities): materias primas o bienes estratégicos

Se advierte que en México, sólo se ha autorizado la realización de derivados por parte de intermediarios con metales finos.

Al existir fluctuación diaria en los precios de cualquiera de estos activos, se vuelve necesario para las empresas asegurar sus precios sobre insumos de producción, adquiriendo un producto derivado, el cual hace las veces de "un seguro".⁶

Se señala en forma general que el beneficio del empleo de derivados radica en facilitar la formación de capital. Proveer de liquidez en la realización de transacciones. Hacer visible un posible precio futuro. Asegurar las transacciones a determinado precio y facilitar con ello la planeación. Proveer de un mecanismo de transferencia de riesgos. Resultan muy valiosos cuando se negocian *pari y passu* contra transacciones reales, es decir para efectos de cobertura.⁷

⁵ <http://www.djindexes.com/>

⁶ D. Chorafas y H. Steinmann, *Off-Balance Sheet Financial Instruments: Maximizing Profitability and Managing Risk in Financial Services*, Chicago, Irwin Professional Pub, 1994.

⁷ J. Alegría, "Administración de riesgos utilizando derivados", 2006 (<http://www.mexder.com.mx/mex.presentaciones.html>), p. 13, consultado el 1 de junio de 2009.



1.5.1 Características de los mercados de derivados.

Un **mercado de derivados** es donde los inversores comercian con derivados para cubrir los riesgos del activo subyacente que poseen. Es decir, que los productos negociados en este mercado se denominan opciones y futuros.

Los instrumentos derivados son contratos que formalizan un acuerdo entre dos partes, y que permiten una operativa específica sobre determinados activos subyacentes (financieros o no financieros). El activo sobre el que se emiten una opción, unos futuros, un swap u otros derivados. El subyacente es la fuente de la que se deriva el valor del instrumento derivado.⁸

Las características más comunes de los derivados son:

El tiempo. La principal característica del mercado de derivados es que siempre se opera a plazo. Es decir, debe pasar un tiempo entre la firma del contrato y la liquidación y el periodo debe de ser suficientemente dilatado para hacer posible e interesante la negociación en un mercado secundario.

Contratos a medida. Aunque existen ciertas restricciones, las operaciones con derivados pueden considerarse hasta cierto punto como una inversión a medida. Según expone Roberto Gómez López, doctor en Economía por la Universidad de Málaga, en un artículo titulado Fundamentos del Mercado de Derivados que “las partes contratantes eligen libremente el activo subyacente, la cantidad del mismo, su precio y su fecha de vencimiento”. Es decir, en teoría el inversor puede seleccionar el activo que desee y marcar su fecha de vencimiento. Sin embargo, en realidad generalmente tendrá que elegir alguno de los productos que se comercializan en el mercado.

Riesgo de liquidez. Como ya indicábamos en la primera parte con relación a los derivados, se trata de operaciones que se cierran en el futuro, por lo que el riesgo real de cobrar es muy alto. Por eso mismo, existe la citada Cámara de Compensación y Liquidación que se encarga de asegurar que los compradores y vendedores podrán llevar a cabo las operaciones pactadas, aportando así el dinamismo necesario al mercado.

Fuerte apalancamiento. Es uno de los aspectos que mejor define la operativa con derivados. El efecto de apalancamiento es según la Guía de Opciones y Futuros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la relación entre el resultado de la inversión y el capital invertido. Referido al mercado de derivados, se puede definir como el factor por el que se multiplican lo que el inversor debe desembolsar en concepto de garantías a la hora de abrir una

⁸ http://es.mimi.hu/economia/mercado_de_derivados.html y <http://www.etoro.es/educacion/...>



posición. Es decir, se trata de tomar posiciones cuyo valor nominal (real) es superior al dinero que realmente se tiene en cuenta o se aporta en ese momento.⁹

En este sentido, se considera que el apalancamiento en una herramienta es alto cuando presenta oportunidades de ganar o perder grandes sumas de dinero aportando cantidades pequeñas. Esto es precisamente lo que ocurre en el caso de los derivados. En el caso de los derivados hay que tenerlo siempre muy en cuenta, ya que en caso de no acertar la tendencia, las pérdidas pueden ser astronómicas. La mejor forma de ilustrarlo es a través de un ejemplo que nos ofrece La Bolsa por Antonomasia, en un artículo para aprender a utilizar el apalancamiento financiero. Imaginemos que tomamos posiciones con 5,000 euros en un activo cuyo valor nominal, es decir, real es de 50,000 euros. En realidad estaremos invirtiendo esos 50,000 euros de forma que si nos equivocamos al establecer la tendencia, el porcentaje de pérdidas se aplicará sobre el valor nominal, es decir, sobre los 50,000 euros y no sobre los 5,000 exigidos como garantía. El grado de apalancamiento varía en función del tipo de derivado, en ocasiones se puede perder incluso más dinero del que se dispone y en otro solamente el total de la inversión, como por ejemplo con un warrant sobre el que no se ejecute la opción de compra y en donde sólo se pierde la prima.¹⁰

Estas características hacen que los derivados se utilicen generalmente en un tipo de operaciones concretas y por un inversor con un perfil relativamente definido y en cualquier caso casi siempre con experiencia y conocimientos del mercado. Entre estos movimientos se encuentra:

Operaciones de cobertura. Una de las grandes ventajas de los derivados, tanto si son opciones como si se trata de futuros, es que tanto el comprador como el vendedor conocen el precio que pagarán de antemano en un momento de vencimiento determinado. Además, también permiten seguir ganando aún cuando el mercado está cayendo. Estas particularidades hacen que sean diferentes de las acciones que cotizan en bolsa, donde siempre existe un riesgo de precio inherente a la posibilidad de que el valor de un título caiga. En teoría todo el mundo intenta comprar barato para después vender caro, pero esto no siempre es posible. Del mismo modo, existen títulos con mayor riesgo y volatilidad y otros en teoría más estables, pero aún así hay quienes buscan otras fórmulas para ganar más seguridad y ahí es precisamente donde entran los derivados por su capacidad de cobertura.

En realidad las estrategias de cobertura no son más que “una estrategia por la que se intenta reducir el riesgo de una determinada cartera”, en palabras de la CNMV.

⁹ http://es.mimi.hu/economia/mercado_de_derivados.html y [http://www.etoro.es/educacion/...](http://www.etoro.es/educacion/) Economía, página de derivados, 2012.

¹⁰ Idem.



Para eso, hay que tomar una posición contraria a la que se desea cubrir para que ambas se compensen mutuamente. Es decir, que la posible pérdida en renta variable se compense por las ganancias obtenidas a través de los derivados.

La forma de operar es ligeramente diferente en el caso de los futuros y de las opciones, los dos tipos de derivados más utilizados y sobre lo que hablaremos a continuación. En el caso de los futuros para cubrir una cartera de renta variable habrá que vender un número de contratos equivalentes a la posición que se quiera cubrir.

Sin embargo, las opciones son una herramienta relativamente más extendida, ya que actúan de forma similar a un seguro. Así, la guía de la CNMV explica que “para eliminar el riesgo de una caída se paga una prima en opciones que proporcionarán ganancias suficientes para compensar esta pérdida”. Al comprar una opción el inversor paga una pequeña parte del valor, prima, que es lo que le dará derecho a ejercer esa opción de compra (call) o venta (put). Un ejemplo práctico sería una persona que desea cubrir su posición ante una eventual caída de la empresa X que tiene compradas a 10 euros. En este caso puede hacerse con opciones de venta call a 10 euros con un vencimiento de un mes. En caso de que las acciones caigan en ese tiempo podrá venderlas al precio pactado de 10 euros habiendo invertido sólo la prima que pago por esa opción.¹¹

Especulación. Los derivados representan una de las herramientas más utilizadas por los especuladores y traders más activos. En primer lugar, por la posibilidad de diseñar contratos a medida y en segundo, porque permiten obtener beneficios incluso apostando por la caída del mercado. Un inversor puede ganar dinero acertando la tendencia negativa del mercado, algo que no se puede hacer con acciones normales.

Además, la posibilidad de jugar y beneficiarse del apalancamiento convierte al mercado de derivados en el nicho perfecto para quienes desean ‘apostar fuerte’ pero no disponen de capital real para hacerlo. De hecho, esta es una de sus mayores ventajas y riesgos, como ya hemos comprobado al hablar del apalancamiento.

1.5.2 Riesgos asociados al Mercado de Derivados

Riesgo de crédito: Es la posibilidad de sufrir una pérdida originada por el incumplimiento de las obligaciones contractuales de pago. El incumplimiento suele estar motivado por una disminución en la solvencia de los agentes prestatarios por problemas de liquidez, pérdidas continuas, quiebras, disminución de los ingresos, aumento de los tipos de interés y desempleo en el caso de las familias, aunque también puede producirse por falta de voluntad de pago. El objetivo de los modelos de riesgo de crédito es obtener la función de probabilidad de las pérdidas

¹¹ Al respecto véase José Trecet. Analista financiero de Financialred.com



de crédito a un determinado horizonte temporal. El riesgo de crédito fue, y sigue siendo, la causa principal de los múltiples episodios críticos que han vivido los sistemas bancarios del mundo en los últimos veinte años.

Riesgo de mercado: Con este término se describen las posibles pérdidas que pueden producirse en activos financieros que forman parte de carteras de negociación y de inversión, y que están originadas por movimientos adversos de los precios de mercado; casos particulares de los riesgos de mercado son los riesgos de interés y de cambio. El riesgo de mercado aparece en la gestión de las posiciones de carteras que contienen acciones, bonos, divisas, mercancías, futuros, swaps, y opciones.

Riesgo de liquidez: Es la posibilidad de sufrir pérdidas originadas por la dificultad, total o parcial, de realización de ventas o compras de activos, sin sufrir una modificación sensible de los precios. También se refiere a las pérdidas originadas por encontrar dificultades en la financiación necesaria para mantener el volumen de inversión deseado, por ausencia de ofertas o elevación de los tipos de interés.

Riesgo de interés: Es la pérdida que puede producirse por un movimiento adverso de los tipos de interés, y se materializa en pérdidas de valor de mercado de activos financieros sensibles al tipo de interés, como los títulos de renta fija (pública y privada) y muchos derivados, como los swaps, los futuros y forward sobre tipos de interés a corto y largo plazo, y las opciones sobre bonos o sobre futuros sobre bonos.

El origen básico del riesgo de interés del balance de un banco está en la diferente estructura de plazos de los activos y pasivos. Las relaciones entre los tipos de interés de los diferentes mercados aumenta la complejidad de la medición del riesgo de interés.

Riesgo país: Puede definirse como el riesgo de materialización de una pérdida que sufre una empresa, o un inversor, que efectúa parte de sus actividades en un país extranjero. Este riesgo es el resultado del contexto económico (inflación galopante, sobreendeudamiento externo, crisis financieras y bancarias) y político del estado extranjero, y la pérdida puede ser debida a una inmovilización de los activos (confiscación de bienes, bloqueo de fondos, moratoria o repudio de deudas), o a la pérdida de un mercado, debido a las razones anteriores.

Riesgo soberano: Se define como el de los agentes acreedores, tanto de los estados como de las empresas garantizadas por ellos, originado por la falta de eficacia de las acciones legales contra el prestatario o último obligado al pago, por razones de soberanía.



Riesgos operativos: Las transacciones financieras deben ser registradas, almacenadas y contabilizadas en un soporte documental preciso, con normas y procedimientos de administración y control. Cualquier discrepancia entre lo que "debe ser" y lo que "realmente es", produce la materialización de un riesgo operativo. El riesgo operativo también incluye fraudes, en los que no solo existe la posibilidad de un error humano, sino también la intencionalidad. El riesgo tecnológico es una modalidad de riesgo operativo.¹²

1.5.3 ¿Qué son las opciones?

Son contratos estandarizados, en los que el comprador paga una prima y adquiere el derecho, pero no la obligación de comprar (*call*) o vender (*put*) un activo subyacente a un precio pactado en una fecha futura. El vendedor está obligado a cumplir.¹³

En los mercados organizados existe una "estandarización" (monto, calidad, liquidación), lo cual promueve la liquidez en su negociación, permitiendo salir del mercado en cualquier momento, en el OTC es difícil o penalizable el ejercer un contrato en forma anticipada.

En los mercados organizados (MEXDER, CME, CBOT, etcétera), se utiliza un sistema de márgenes (AIMS) para mitigar el riesgo mercado, en OTC (*Nasdaq*) es optativo. Los valores listados, cuentan con una Cámara de Compensación (Asigna) eliminando el riesgo contraparte, ya que la Cámara es contraparte de toda operación.

La ganancia potencial de un tenedor de una opción y la pérdida potencial de un suscriptor (emisor) varía en función de la volatilidad del mercado.

1.5.4 ¿Qué son los contratos de futuros?

Son instrumentos financieros que permiten fijar hoy el precio de compra y/o venta de un "bien" para pagarse y entregarse en una fecha futura.

Al ser productos "estandarizados" en tamaño de contrato, fecha, forma de liquidación y negociación, hace posible que sean listados en una Bolsa de derivados.¹⁴

La compra de un futuro se define como un contrato estandarizado que representa para el que compra la obligación de comprar el activo subyacente, según un precio

¹² <http://www.stockssite.com/rh/03marcoteorico.html>, Rubén Hernández.

¹³ J. Alegría, "Administración de riesgos utilizando derivados", 2006 (<http://www.mexder.com.mx/mex.presentaciones.html>), p. 13, consultado el 1 de junio de 2009.

¹⁴ J. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, USA, Prentice Hall, 2003, p. 75.



previamente fijado, el cual es llamado precio del futuro, según una fecha de vencimiento acordada en el contrato. Si sucede que una vez que se ha llegado a la fecha de vencimiento del contrato el precio futuro resulta menor al precio de liquidación, resultará en beneficios, lo opuesto resultará en pérdidas.

Los motivos por los cuales alguna persona podría estar interesada en contratar un futuro son dos, explicados a continuación:

- Operaciones de cobertura: la persona posee o poseerá en un futuro el bien subyacente (ya sea gas, manzanas, oro, petróleo, laptops, etc.) y estará dispuesto a venderlo, pero en el futuro. Usando esta operación se asegura un precio que no cambiará en el mañana.
- Operaciones Especulativas: con esto la contratante trata de especular sobre la evolución que presentará su precio desde la fecha indicada en el momento que se cree el contrato, hasta la de finalización.

1.5.5 ¿Qué son los swaps?

Instrumentos que permiten el intercambio de flujos o posiciones en distintos vencimientos y/o divisas, en esencia son un portafolio de contratos a futuro. Los términos y condiciones para la negociación de *swaps* de tasas de interés se han acordado por la Asociación Internacional de Negociantes en Derivados (ISDA por sus siglas en inglés). Esto implica la recepción periódica de determinados montos a precio al contado (*spot*) y puede cubrir determinados años, incluye dos caminos de exposición al riesgo a los cuales cada parte queda expuesta una de otra por *i*) el riesgo de crédito o de impago y *ii*) el riesgo de mercado (por los movimientos adversos de mercado).¹⁵

No obstante, es un instrumento muy útil en el manejo de deudas en otras monedas y/o tasas, por lo que contribuye a la administración de portafolios para lograr una disminución del gap (tipo de interés) y de la duración promedio corta.

1.6 Mercados financieros internacionales.

Los Mercados Financieros internacionales son aquellos a los que acuden agentes de distintos países a realizar sus operaciones de inversión, financiación o compraventa de activos financieros.

¹⁵ D. Chorafas y H. Steinmann, *Off-Balance Sheet Financial Instruments: Maximizing Profitability and Managing Risk in Financial Services*, Chicago, Irwin Professional Pub, 1994.



Propósitos de los mercados financieros internacionales:

- * Asignan recursos en espacio y tiempo
- * Compensan y liquidan pagos
- * Recaban recursos y subdividen en participaciones el capital
- * Gestionan riesgos (operaciones de cobertura)
- * Proporcionan información y volumen activos
- * Proporcionan mejores incentivos

Clasificación de los mercados financieros internacionales:

Pueden clasificarse en tres grandes grupos en función de los productos financieros objeto de intercambio en cada uno de ellos:

Mercado Internacional de Divisas:

Es el mercado donde se intercambian, compran y venden monedas de distintos países del mundo, donde se encuentran los oferentes y demandantes de monedas del mundo. El mercado de divisas puede dividirse en dos mercados principales: de Contado y de Plazo, en función del momento del tiempo cuando se lleve a cabo la operación de intercambio de monedas entre oferentes y demandantes.

Mercado Financiero Internacional de Capitales:

Es el mercado donde se intercambia dinero a nivel internacional, bien a través de activos financieros, como las acciones (renta variable) y obligaciones (renta fija) o mediante el mercado internacional de créditos.

Mercado Internacional de Derivados:

Es el mercado donde se intercambian productos financieros derivados, cuya denominación indica que no son autónomos, sino que tienen su base entre otros productos financieros subyacentes, como los mercados de opciones y swaps.

Otros Mercados Financieros internacionales importantes lo constituyen:

Los Mercados Financieros internacionales son aquellos a los que acuden agentes de distintos países a realizar sus operaciones de inversión, financiación o compraventa de activos financieros.¹⁶

¹⁶ D. Chorafas y H. Steinmann, *Off-Balance Sheet Financial Instruments: Maximizing Profitability and Managing Risk in Financial Services*, Chicago, Irwin Professional Pub, 1994.



El fuerte crecimiento de los Mercados Financieros internacionales y el creciente interés de las empresas por estos mercados, pone de manifiesto que, en la búsqueda de fuentes de financiación, no existen barreras nacionales. Esta realidad es especialmente cierta para las empresas multinacionales. Un claro ejemplo es la empresa Telefónica de España, que recurre a los principales Mercados Financieros internacionales para captar fondos, tanto a través de Instrumentos de renta fija como ofreciendo acciones que cotizan en los principales centros financieros.

- [Green Card Inversionistas](#) Invierta \$500,000 en Miami y reciba la residencia americana
- www.eb5hotel.com Enlaces patrocinados

1.7 Mercados de coberturas de riesgos.

Los Mercados Financieros internacionales de cobertura de riesgos se dividen a su vez en mercados organizados, que son todos aquellos mercados extranjeros de futuros y opciones sobre todo tipo de activos, y mercados no organizados o mercados OTC, en los que se negocian SWAPs, FRAs, CAPs, Forwards en divisas vinculadas a operaciones de financiación exterior, etc.¹⁷

El mercado de moneda extranjera (Forex o FX) existe dondequiera que una moneda se negocie con otra (como una casa de cambio). Es el mercado en gran medida más grande del mundo, en términos de valor de efectivo negociado, e incluye negociar entre los bancos grandes, los bancos centrales, los especuladores de la moneda, las corporaciones multinacionales, los gobiernos, y otros mercados financieros e instituciones. Los comerciantes al por menor (especuladores pequeños) son una parte pequeña de este mercado. Pueden participar solo indirectamente a través de corredores o de los bancos y pueden ser blancos de estafadores de la divisa.

Hay dos maneras principales para analizar a los mercados financieros: el análisis fundamental y el análisis técnico. El análisis fundamental está basado en la condición económica subyacente, mientras que el análisis técnico usa precios históricos para predecir movimientos futuros. Hay un debate permanente sobre qué metodología es más exitosa. Los operadores a corto plazo prefieren usar el análisis técnico enfocando su estrategia principalmente en la acción del precio, mientras que los operadores fundamentales enfocan sus esfuerzos en determinar la valuación correcta de la moneda, así como la valuación subyacente.

¹⁷ <http://www.emagister.com/curso-introduccion-mercados-financieros/mercados-financieros-internacionales>



Es importante tener en cuenta ambas estrategias, ya que el análisis fundamental puede explicar los movimientos del análisis técnico tales como las rupturas o el cambio de rumbo de las tendencias. El análisis técnico puede explicar el análisis fundamental, especialmente en mercados tranquilos, que causa resistencia en tendencias o movimientos inexplicables.

Centro donde se produce el intercambio de activos financieros. Los mercados financieros a largo plazo se denominan de manera común mercados de capitales. Pero la diferencia fundamental entre los distintos mercados de valores viene dada por el hecho de que se emitan activos financieros (en cuyo caso se denomina mercado primario o de emisión), o que se negocien valores (llamado mercado secundario o de negociación).

En el mercado de emisión a largo plazo los agentes económicos se ponen en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de títulos valores. Estos títulos deberán tener un plazo de amortización superior a los tres años y una parte importante de ellos serán títulos que conceden derecho de propiedad; en este caso no tienen plazo de amortización.

Los mercados secundarios se encargan de poner en contacto entre sí a los ahorradores para que intercambien títulos valores que ya poseen. Facilitan de esta forma la transacción de títulos ya existentes.

El más conocido es la bolsa de valores, que es un mercado secundario organizado. Por lo general se establece una relación entre los mercados de emisión y los secundarios. Buena parte del éxito de los mercados de emisión se debe al buen funcionamiento y a la amplitud de los mercados secundarios. Un buen mercado secundario es la mejor garantía para la colocación de títulos en los mercados de emisión ya que aumentan mucho la liquidez de los mismos. A veces, los mercados secundarios pueden actuar también como mercados de emisión. En los países donde la bolsa está más desarrollada, ésta asume en gran parte el mercado de emisión. Donde hay menor tradición el mercado de emisión y el secundario están separados.

1.8 Definición y clasificación de los riesgos.

El **riesgo financiero** es un término amplio utilizado para referirse al riesgo asociado a cualquier forma de financiación. El riesgo se puede entender como la posibilidad de que los beneficios obtenidos sean menores a los esperados o de que no hay un retorno de utilidades monetarias en absoluto.

Por tanto, el riesgo financiero engloba la posibilidad de que ocurra cualquier evento que derive en consecuencias financieras negativas. Se ha desarrollado todo un campo de estudio en torno al riesgo financiero para disminuir su impacto en empresas, inversiones, comercio, etc. De esta forma cada vez se pone más énfasis en la correcta gestión del capital y del riesgo financiero, introducido en la teoría moderna de carteras por **Harry Markowitz**, en 1952, en su artículo "*Portfolio Selection*" publicado en la revista *The Journal of Finance*.



1.8.1 Tipos de riesgo financiero.

Existen diferentes **tipos de riesgo financiero** atendiendo principalmente a la fuente del riesgo. Así podemos distinguir 3 grandes grupos, sin embargo más adelante se desarrollan a detalle:

Riesgo de mercado hace referencia a la probabilidad de que el valor de una cartera, ya sea de inversión o de negocio, se reduzca debido al cambio desfavorable en el valor de los llamados factores de riesgo de mercado.

Riesgo de tipos de interés: riesgo asociado al cambio en contra de los tipos de interés, y riesgo cambiario (o riesgo divisa), es el riesgo asociado a los cambios en el tipo de cambio en el mercado de divisas.

Riesgo cambiario (también conocido como *riesgo divisa* o *riesgo de moneda*, del inglés *currency risk*), es un riesgo financiero asociado a la fluctuación en el tipo de cambio de una divisa respecto a otra. Este riesgo ha de ser asumido por aquellos inversores y compañías cuyas inversiones y negocios implican el intercambio entre divisas. Es también conocido como riesgo de tipo de cambio. Este riesgo puede resultar en un balance negativo o positivo (en pérdidas o en ganancias) dependiendo de si el tipo de cambio ha cambiado a favor o en contra de los intereses del inversor o compañía. A menudo, las compañías que realizan operaciones comerciales que implican el intercambio entre divisas utilizan estrategias de hedging para neutralizar o disminuir el riesgo de exponerse a las fluctuaciones en los tipos de cambio, de esta forma también se neutralizarán posibles ganancias de esta exposición. También es común el uso de contratos de futuro por estas compañías para realizar la transacción comercial en el futuro a un tipo de cambio acordado en el presente.

1.8.2 Disminución del riesgo financiero.

La eliminación del riesgo financiero no es posible, pero si disminuir su impacto. Para ello, hay expertos en la selección de carteras y estrategias de negocio encaminadas únicamente a este fin. Entre estas estrategias destacan la diversificación y el hedging.

La **diversificación** funciona debido a que es muy poco probable que el rendimiento de diferentes activos tengan una correlación perfecta y, por ello, eligiendo cuidadosamente diferentes activos y estudiando la correlación histórica entre ellos, se puede construir una cartera diversificada en la que el impacto del riesgo financiero sea menor que la que pueda sufrir un activo por separado en un momento dado.

El **hedging**, o **cobertura**, consiste básicamente en combinar activos en la misma cartera con el objetivo de que las fluctuaciones de unos contrarresten las fluctuaciones de otros.



El hedge, que significa cobertura en inglés, consiste en hacer una **inversión de cobertura** con el objetivo de **reducir el riesgo** de un movimiento adverso en un activo en el que se ha realizado la inversión principal. Un ejemplo típico en forex sería, por ejemplo, comprar en EUR/USD y cubrir con una compra en USD/CHF ya que estos dos pares presentan una alta correlación negativa y la compra en USD/CHF reduciría el riesgo de una posición de compra en EUR/USD que sería nuestra inversión principal.

El Hedging es una práctica que todo trader debe conocer como posible método de protección y manejo del riesgo.

La mejor forma de entender el hedging, desde mi punto de vista, es pensar en él como un seguro. Cuando se hace hedging es como contratar un seguro frente a situaciones contrarias a la esperada. Pero no hay que confundir esto, no es un seguro para prevenir que ocurran situaciones inesperadas y negativas, sino que se realiza para reducir el impacto de estas situaciones en nuestro portafolio de posiciones. Esto significa llevar a cabo estrategias usando los instrumentos financieros y herramientas disponibles en el mercado para compensar el riesgo de una posición, es decir, los inversores hacen hedging respecto a una inversión con otra inversión compensatoria. Los administradores de un portafolio, inversores y traders individuales, corporaciones o bancos usan técnicas de hedging prácticamente a diario para reducir la exposición al riesgo.

Técnicamente, para realizar un hedge o cobertura, deberíamos invertir en dos valores con correlación negativa. Por ejemplo, compramos EUR/USD y como cobertura compramos también en USD/CHF. Estos dos pares de divisas tienen una alta correlación negativa, si compramos en EUR/USD y esta compra va mal, es decir, el EUR/USD va a la baja, lo más probable es que el USD/CHF vaya al alza por lo que la compra en USD/CHF reducirá las pérdidas registradas por la compra en EUR/USD. Esto significa que al hacer dos inversiones pagaremos el doble de comisión o de spread, se podría decir que este es el coste de nuestro seguro.

Hemos hablado del uso del hedging (posiciones de cobertura) como estrategia de reducción de riesgo y como siempre que se reduce el riesgo, también se reducirán las posibles ganancias. Es por ello que me gustaría remarcar aquí que el hedging no es una estrategia de trading en sí, tal y como se puede ver y leer en muchas páginas de internet, es decir, no es una estrategia para obtener ganancias. Es una estrategia para reducir el riesgo y pérdidas potenciales al que estamos expuestos cuando abrimos una posición en el mercado. Si nuestra inversión va bien, la posición de cobertura reducirá las ganancias que se podrían haber obtenido, pero si nuestra inversión va mal, la posición de cobertura reducirá las pérdidas.



1.8.3 ¿Cómo hacer práctica del Hedge?

Existen varias técnicas de hedging. Entre ellas dos son las más comunes e importantes, una es realizar **dos inversiones en dos instrumentos negativamente correlacionados** (como el ejemplo que pusimos antes entre el EUR/USD y el USD/CHF), y otra es el uso de **instrumentos financieros derivados**, entre ellos los más comunes son **las opciones y los futuros** (vea futuros sobre divisas y contrato de futuros). Una opción financiera es un contrato que da derecho, pero no la obligación, a comprar o vender un valor (activo subyacente) a un precio predeterminado antes de la fecha de vencimiento acordada. La opción puede ser call (comprar) o put (vender). Por su parte, un futuro es un contrato que obliga a las partes a comprar o vender el activo subyacente en una fecha futura y establecida a un precio acordado previamente.

No voy a entrar más en profundidad en cómo funcionan los productos financieros derivados pero con esta breve definición creo que se puede entender cómo se usarían dentro de una estrategia de hedging. **Las pérdidas de una inversión serán compensadas por las ganancias en un producto derivado.** Por ejemplo, realizas una compra en GBP/USD ya que según tus análisis crees que va a subir pero estás preocupado por ciertas noticias económicas del Reino Unido que pueden provocar pérdidas en el par GBP/USD, por ello contratas como cobertura una opción put sobre la libra esterlina. Si el precio de GBP/USD cae por debajo del precio al que compraste, las pérdidas generadas se verán reducidas por las ganancias de la opción put. Las posiciones de cobertura pueden hacerse en instrumentos muy diferentes, por ejemplo, una inversión en petróleo puede cubrirse con una inversión en divisas. Como he mencionado anteriormente, el hedge tiene un coste. Por ello antes de realizar una cobertura se deberán tener claro los beneficios que te puede aportar teniendo en cuenta que no es una estrategia para obtener dinero sino para reducir riesgos y protegernos de posibles pérdidas. Por ejemplo, si se realizan dos inversiones en dos pares de divisas negativamente correlacionados, se pagará el spread o comisión de ambas posiciones, además de la reducción de los beneficios en caso de que la posición principal vaya bien. Si se contrata una opción deberás pagar el coste del contrato, etc. También se debe tener en cuenta que el hedging tampoco tiene como fin compensar completamente las posibles pérdidas de una posición, si fuese así los beneficios en caso de que la posición principal vaya bien se podrían ver reducidos a cero por el hedge.

La mayoría de los traders no operan nunca usando derivados y puede que ni siquiera utilicen el hedge pero creo que es importante comprender, aunque sea de forma básica, como funciona el hedging para entender ciertos aspectos del mercado, cosa que siempre viene bien y nos hace mejores traders.¹⁸

¹⁸ <http://www.efxto.com/articulos-forex/2898-ique-es-el-hedging#ixzz20BXInAM1> Under Creative Commons License: Attribution Share Alike



1.8.4 Tipos de riesgo cambiario.

Hay dos tipos básicos de riesgo cambiario:

Uno es el riesgo de la transacción: es el riesgo de que un tipo de cambio desfavorable va a cambiar con el tiempo.

El segundo, es el riesgo de conversión: es un concepto contable. Es proporcional a la cantidad de activos en moneda extranjera. Los cambios en el tipo de cambio con el tiempo se rendirán un informe inexacto, y para que los activos suelen ser compensada por los préstamos en esa moneda.

A riesgo de cambio que existe independientemente de si los inversores invierten en el país o en el extranjero. Si invierten en el país de origen, y se devalúa la moneda local, los inversionistas han perdido dinero. Todas las inversiones en el mercado de valores están sujetos a un riesgo de cambio, independientemente de la nacionalidad del inversionista o la inversión, y si están en la misma moneda o diferentes. Algunas personas sostienen que la única manera de evitar el riesgo cambiario es la de invertir en materias primas (como el oro), que tienen un valor independiente del sistema monetario.

1.8.5 Consecuencias del riesgo cambiario.

El riesgo cambiario asociado a un instrumento denominado en moneda extranjera es un factor importante en la inversión extranjera. Por ejemplo, si un inversor de EE.UU. posee acciones en Canadá, el rendimiento que se llevará a cabo se ve afectada tanto por el cambio en el precio de las acciones y el cambio del dólar canadiense frente al dólar de los EE.UU.. Supongamos que el inversionista se dio cuenta de un retorno de las acciones del 15%, pero si el dólar canadiense se depreció 15% frente al dólar de los EE.UU., el movimiento del tipo de cambio, anularía el beneficio obtenido por la venta de las acciones.¹⁹

Si una empresa compra o vende en otra moneda, entonces los ingresos y los costos se pueden mover hacia arriba o hacia abajo los tipos de cambio entre los cambios de las transacciones de divisas en relación con la moneda nacional. Del mismo modo, si una empresa pide prestado fondos en otra moneda, los pagos de la deuda podría cambiar en términos de la moneda nacional, y si la empresa ha invertido en el extranjero, los retornos de la inversión pueden variar con los tipos de cambio.

El Riesgo cambiario ha demostrado ser particularmente significativo y perjudicial sobre todo para grandes proyectos de inversión de una sola vez, los llamados mega proyectos. Esto se debe a este tipo de proyectos normalmente son

¹⁹ <http://www.efxto.com/diccionario/r/3544-riesgo-cambiario#ixzz20BQGlV5E>



financiados por deudas muy grandes nominados en monedas diferentes a la moneda del país de origen del propietario de la deuda. Mega proyectos han demostrado ser propensos a terminar en lo que se ha denominado la "trampa de la deuda", es decir, una situación en la que - debido a los excesivos costos, retrasos en el programa, en moneda extranjera imprevistas y aumenta las tasas de interés, etc., (los costos de los servicios de la deuda se hace mayor que los ingresos disponibles para hacerlo). Reestructuración financiera suele ser la consecuencia y es común en los mega proyectos.

Riesgo de mercancía: riesgo asociado a los cambios en el precio de los productos básicos.

Riesgo de mercado (en sentido estricto): en acepción restringida, el riesgo mercado hace referencia al cambio en el valor de instrumentos financieros como acciones, bonos, derivados, etc.

1.8.6 Riesgo de crédito.

El **riesgo de crédito** deriva de la posibilidad de que una de las partes de un contrato financiero no realice los pagos de acuerdo a lo estipulado en el contrato. Debido a no cumplir con las obligaciones, como no pagar o retrasarse en los pagos, las pérdidas que se pueden sufrir engloban pérdida de principales, pérdida de intereses, disminución del flujo de caja o derivado del aumento de gastos de recaudación.²⁰

1.8.7 Riesgo de liquidez.

El **riesgo de liquidez** está asociado a que, aún disponiendo de los activos y la voluntad de comerciar con ellos, no se pueda efectuar la compra/venta de los mismos, o no se pueda realizar lo suficientemente rápido y al precio adecuado, ya sea para evitar una pérdida o para obtener un beneficio. Se pueden distinguir dos tipos de riesgo de liquidez:

Liquidez de activos: cuando un activo no puede ser vendido debido a la falta de liquidez en el mercado (en esencia sería un tipo de riesgo de mercado). Ante esta falta de liquidez se puede ver un aumento del spread entre el precio Bid y ask, lo que lleva a que la operación se realice a un precio menos apropiado.

Liquidez de financiación: es el riesgo de que los pasivos no puedan ser satisfechos en su fecha de vencimiento o que solo se pueda hacer a un precio no adecuado.

²⁰ <http://www.efxto.com/diccionario/r/3738-riesgo-financiero#ixzz20BWvC1u2> Under Creative Commons License: Attribution Share Alike



Finalmente, en el marco del riesgo de liquidez se suele también distinguir, aunque en realidad no estén completamente separados, entre:

El riesgo de tesorería: más ligado al corto plazo, que se analiza primero observando a detalle el flujo de caja actual y previsional, antes de operaciones de financiación, para tener una visión fina de los excedentes y brechas

El riesgo de financiamiento, y de refinanciación: que es el de no poder renovar/reemplazar financiamientos existentes y el de no poder encontrar nuevos financiamientos en caso de necesidad La llamada "pérdida de acceso a las fuentes de financiamiento". Hay autores que tratan de éste último cómo de un riesgo específico y separado, sobre todo al analizar la estructura de pasivos de mediano y largo plazo.

1.8.8 Riesgo de mercado.

El **riesgo de mercado** hace referencia a la probabilidad de que el valor de una cartera, ya sea de inversión o de negocio, se reduzca debido al cambio desfavorable en el valor de los llamados factores de riesgo de mercado. Los tres factores estándar del mercado son:

1. Riesgo de tipos de interés: riesgo asociado al cambio en contra de los tipos de interés del riesgo cambiario (o riesgo divisa): es el riesgo asociado a los cambios en el tipo de cambio en el mercado de divisas.
2. Riesgo de mercancía: riesgo asociado a los cambios en el precio de los productos básicos.
3. Riesgo de mercado (en sentido estricto): en acepción restringida, el riesgo mercado hace referencia al cambio en el valor de instrumentos financieros como acciones, bonos, derivados, etc.



CAPITULO 2. EL SECTOR EXTERNO MEXICANO

2.1 La balanza de pagos y factores que la afectan.

La Balanza de Pagos en una economía abierta tiene una gran cantidad de distintas relaciones económicas a nivel internacional, algunas de ellas son de carácter comercial y otras de tipo financiero. Así las diferentes transacciones que se efectúan entre los residentes de los países quedan registradas en la Balanza de Pagos.

La Balanza de Pagos es el registro contable de todas las transacciones económicas efectuadas entre los residentes de un país y los residentes de otras naciones durante un período determinado. Así se tiene que la balanza de pagos es un registro sistemático, por partida doble de todos los ingresos y egresos de valores monetarios. Normalmente este registro se efectúa en dólares, que es el medio más usual de pago. Generalmente se presenta como un informe anual, aunque también puede ser trimestral.²¹

El tipo de cambio afecta en forma aritmética el precio de las importaciones cuando se expresa en moneda nacional y el precio de las exportaciones al convertirse en moneda extranjera. Tiene por lo tanto un vínculo con la inflación y, conjuntamente con otra información (tal como costos y precios en el país y en el exterior) puede servir como un indicador de la competitividad externa y, en consecuencia, de la evolución probable de la balanza de pagos. Sin embargo, el tipo de cambio, siendo el precio al que la moneda del país se cambia por moneda extranjera, es ante todo un indicador monetario. A menudo es una señal de la posición de la política monetaria.²²

Por ejemplo, en ausencia de cualquier cambio en las circunstancias económicas, un debilitamiento del tipo de cambio (o una presión a la baja resistida sólo por la intervención oficial) puede sugerir que la política monetaria es demasiado laxa, o en todo caso lo es con relación a la política en el país de la moneda extranjera de referencia; y un fortalecimiento, o una presión a la alza, que la política es restrictiva, o relativamente restrictiva.

El tipo de cambio puede ser por sí mismo un objetivo para la política, con un tipo definido que se establezca, o con la aplicación de una fórmula que sea claramente observable. Alternativamente, el tipo de cambio puede ser manejado activamente, en conjunción con otros componentes de la política monetaria, con el propósito de lograr los objetivos deseados en las áreas de inflación, actividad real, o balanza de pagos, pero sin que allí haya necesariamente un objetivo preciso de nivel para el

²¹ <http://www.auladeeconomia.com/articulos8.htm>

²² <http://www.cemla.org/PDF/ensayos/pub-en-57.pdf>



tipo mismo. En una economía de mercado el tipo de cambio usualmente no puede ser manipulado sin ajustes consistentes a otros componentes de la situación monetaria, o sin que tenga consecuencias para estos (tales como el acervo de dinero, la liquidez o las tasas de interés).

A corto plazo, las modificaciones en el tipo de cambio pueden influir sobre la economía real y la balanza de pagos. En un plazo mayor, esos efectos pueden compensarse hasta cierto punto por la retroalimentación del movimiento del tipo de cambio (y los cambios asociados en las condiciones monetarias internas) sobre el nivel de precios interno. En el caso extremo, si la retroalimentación es completa, podría no ser posible controlar el tipo de cambio real (es decir, el tipo ajustado por las tasas de inflación relativas) en un estilo determinista más allá del corto plazo. Este punto de vista "monetarista", que implica que la política monetaria no influye en la economía real a largo plazo, ha sido de gran influencia en el comportamiento de las políticas económicas en las décadas recientes.

2.2 El Tipo de Cambio.

El **tipo de cambio**, también referido como tasa de cambio, tasa de conversión o tipo de cambio extranjero, es el precio al cuál una divisa de un país puede ser convertida ("cambiada") por la divisa de otro país.

El sistema de tipos de cambio entre divisas nace de la necesidad de divisas extranjeras por parte de empresas y ciudadanos nacionales. En otras palabras, **el tipo de cambio proviene de la circulación de capital, bienes, servicios y personas entre fronteras, esto es, de la existencia de comercio internacional.** Por ejemplo, cuándo una empresa vende productos a un país extranjero, lo más normal es que quiera cobrar en su divisa nacional; por tanto la empresa extranjera deberá comprar la divisa nacional del fabricante para pagar los productos comprados. Existen también multitud de situaciones en la que cualquier persona puede necesitar alguna divisa extranjera, por ejemplo, cuando viajamos necesitaremos divisas del país de destino. Nace así un mercado internacional de divisas en el que se compran y venden divisas extranjeras.

También es considerado como el valor de la moneda de un país en términos de otra moneda. **Los tipos de cambio se determinan en el mercado de divisas**, que está abierto a una amplia gama de diferentes tipos de compradores y vendedores de forma continua: 24 horas al día, excepto fines de semana, desde las 20:15 GMT del domingo hasta las 22:00 GMT del viernes. El **tipo de cambio spot** se refiere al tipo de cambio actual. Como en cualquier otro mercado, el tipo de cambio es establecido mediante las fuerzas de oferta y demanda las cuáles pueden provenir de la necesidad de divisas extranjeras o de la especulación.



2.3 Cotización del tipo de cambio: el par de divisas.

Un tipo de cambio se cotiza generalmente en términos de unidades de una moneda que se puede intercambiar por una unidad de otra moneda; por ejemplo, en la forma: 1.2290 EUR/USD (significa 1 EUR = 1.2290 USD). En este ejemplo, los dólares de los EE.UU. se conoce como la "divisa cotizada" (divisa de pago) y el euro es la "divisa base" (divisa de transacción o unidad monetaria).

La convención de mercado establece un orden para decidir qué divisa poner como base y cuál como cotizada al citar un tipo de cambio. En la mayoría de las partes del mundo, el orden es: EUR - GBP - AUD - NZD - USD - otros. Así por ejemplo, en el tipo de cambio entre el euro y el dólar australiano, el EUR es la divisa base, AUD es la divisa cotizada y el tipo de cambio indica la cantidad de dólares australianos que serían pagados o recibidos por 1 euro.

Con el fin de determinar cuál es la divisa base cuándo las dos divisas cotizadas no están en la lista de la convención de mercado (es decir, ambas son "otros"), se usa como divisa base la que de un tipo de cambio superior o igual a 1.000. Esto evita problemas de redondeo. Hay excepciones a esta norma, por ejemplo los japoneses a menudo utilizan el yen japonés como divisa base.

Se conoce como **cotización directa** aquella en la que se utiliza la divisa extranjera como divisa base. Por ejemplo, 0.7354 USD/EUR sería una cotización directa cuándo se utiliza en la Zona euro, pues desde la perspectiva local proporciona el valor directo por unidad de divisa extranjera. La cotización directa es utilizada por la mayoría de los países localmente.

Por otro lado, la cotización utilizando la divisa del país de origen como divisa base se conoce **cotización indirecta**. Por ejemplo, el uso de 1.3599 EUR/USD en la zona euro sería cotización indirecta (1 EUR = 1.3599 USD).

Si se usa cotización directa y la divisa nacional se está apreciando frente a la divisa extranjera, el número dado como tipo de cambio decrece, y viceversa, si se usa cotización directa y la divisa nacional se está depreciando frente a la divisa extranjera el número dado como tipo de cambio se incrementará.

Por convención de mercado, desde principios de los años 1980 a 2006 el tipo de cambio de la mayoría de pares de divisas fue dado con 4 decimales para las operaciones spot y hasta 6 decimales para plazo fijo o swaps. Una excepción a esta norma fueron los tipos de cambio con un valor menor a 1, los cuáles eran dados con 5 o 6 decimales. Aunque no hay una regla fija, los tipos de cambio con un valor mayor a 20 se daban por lo general con 3 decimales y tipos superiores a 80 se daban con dos decimales. Por ejemplo: GBPOMR: 0.765432 - EURUSD: 1.5877 - GBPBEF: 58,234 - EURJPY: 165.29). Se puede ver que la tónica era el uso de 5 dígitos en total.²³

²³ Méndez De Madrid Antonio. Mercado de divisas. (2012) <http://www.monografias.com/trabajos89/mercado-divisas/mercado-divisas.shtml>



En 2005 Barclays Capital rompió con las convenciones, ofreciendo tipos de cambio spot con un decimal más en su plataforma electrónica de negociación, en un principio únicamente dirigida al mercado interbancario. Esto supuso una contracción del spread (diferencia entre precio Bid y ask) y el poder ofrecer mejores precios para operaciones spot.

En las transacciones en el mercado de divisas al por menor (retail) el tipo de cambio de un par de divisas consiste en dos precios, el precio Bid y el precio Ask, siendo el primero el precio al que el corredor compra y el otro al que vende. La diferencia entre ambos es conocida como spread (horquilla). Estos precios pueden variar de un corredor a otro (dealer o broker) e incluyen el diferencial añadido por el corredor de donde obtendrá su ganancia.

2.4 Sistemas de tipo de cambio.

Cada país a través de mecanismos diferentes, administra el valor de su divisa. Como parte de esta función, se determina el régimen o **sistema de tipo de cambio** en que se aplicará a su moneda:

- **Tipo de cambio fijo:** es determinado y controlado de forma rígida por el Banco Central. Normalmente el valor de la divisa nacional se fija a una divisa o cesta de divisas extranjeras.
- **Tipo de cambio flexible o flotante:** el valor de la divisa es determinado por la oferta y la demanda del mercado de divisas.

Las fluctuaciones en el tipo de cambio

El tipo de cambio determinado por la oferta y la demanda del mercado cambiario fluctúa constantemente. Una divisa tendrá más valor cuándo su demanda sea superior a la oferta y, por el contrario, una divisa se depreciará cuándo la demanda cae por debajo de la oferta.

La demanda creciente de una divisa puede deberse a diversos motivos desde un aumento de las transacciones monetarias a una demanda puramente especulativa. La demanda por transacciones está altamente correlacionada con el nivel de actividad comercial de un país, con su Producto Interior Bruto (PIB), y niveles de empleo. Cuanto más desempleados hay, menor será el gasto en bienes y servicios, tanto nacionales como de importación. Los Bancos Centrales suelen tener pocas dificultades para ajustar la oferta monetaria disponible para acomodar los cambios en la demanda de dinero debido a las transacciones comerciales.²⁴

La demanda especulativa es mucho más difícil de acomodar por los Bancos Centrales. Los cambios en los tipos de interés interbancario es de las

²⁴ Méndez De Madrid Antonio. Mercado de divisas. (2012) , <http://www.monografias.com/trabajos89/mercado-divisas/mercado-divisas.shtml>



herramientas más usadas por los Bancos Centrales para influir en la demanda de divisa con fines especulativos, ya que un especulador comprará una divisa si el retorno esperado (que es el tipo de interés) es lo suficientemente alto. En general, a mayores tipos de interés de un país, mayor será la demanda de su divisa. Se ha argumentado que tal especulación puede socavar el crecimiento económico real, ya que los grandes especuladores de divisas pueden crear de forma deliberada una presión a la baja sobre la moneda, con el fin de empujar al banco central a vender su moneda para mantenerla estable y de este modo, el especulador puede comprar la divisa a un precio inferior.

2.5 Tipo de cambio real y tipo de cambio nominal

2.5.1 Tipo de cambio nominal

El **tipo de cambio nominal** es el establecido como valor relativo de una divisa respecto a otra, es decir, se expresa el valor relativo entre un par de divisas y es el precio de compra y venta de las diferentes divisas.

En este sentido, la **apreciación** de la moneda local se traduce en una subida de su valor en términos de la divisa extranjera. Desde la perspectiva nacional, utilizando la cotización directa que vimos anteriormente, cuándo la divisa local se aprecia, el tipo de cambio baja. Por ejemplo, si el euro se ha aprecia frente al dólar estadounidense, necesitara menos euros para comprar la misma cantidad de dólares, el tipo de cambio del euro baja (la cotización EUR/USD sube), (la cotización USD/EUR baja) y (la cotización directa si estamos en la zona euro baja).²⁵

2.5.2 Tipo de cambio real

El **tipo de cambio real** se refiere al precio relativo de los bienes y servicios de un país. Se mide mediante el tipo de cambio ponderado mediante el *deflactor del Producto Interno Bruto*. Se puede hablar de dos tipos de cambio reales:

2.5.3 Tipo de cambio real bilateral.

Se refiere al valor de los bienes y servicios de un país respecto a otro. Se calcula mediante:

$$e = (E \times P^*) / P$$

e = tipo de cambio real

E = tipo de cambio nominal

P* = deflactor del PIB del país extranjero

P = deflactor del PIB nacional

²⁵ <http://www.efxto.com/diccionario/t/3505-tipo-de-cambio540#ixzz20BQu9I35>



El **deflactor del PIB es un índice de precios** que mide la variación en los precios de todos los bienes producidos en un país durante un período determinado (se diferencia del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ya que el IPC sólo mide la variación de precios de una cesta de productos representativa). Por tanto, el deflactor del PIB es un indicador de la inflación.

2.5.4 Tipo de cambio real multilateral.

Es el resultado de la ponderación de los tipos de cambio bilaterales con diferentes países. Como factor de ponderación se utiliza un indicador del volumen de comercio con cada uno de los países para los que se calculó el tipo de cambio real bilateral.

2.5.5 El poder adquisitivo de una divisa.

El "**tipo de cambio real**" representa el **poder adquisitivo de una divisa respecto a otra**. Se basa en la medición del deflactor del PIB del nivel de precios en ambos países (P , P^*), que se fija igual a 1 en un año base determinado, elegido de forma arbitraria. Por lo tanto, el nivel del tipo de cambio real es arbitrario en función del año que se elija como año base para el deflactor del PIB de ambos países.

La variación del tipo de cambio real ofrece información sobre la evolución en el tiempo del precio relativo de una unidad del PIB en el país extranjero en términos de unidades del PIB nacional. Si todos los bienes fueran libremente negociables y los extranjeros y nacionales comprasen exactamente la misma cesta de bienes y servicios, se mantendría la paridad de poder adquisitivo (PPP) en los deflatores del PIB de los dos países, y el tipo de cambio real sería constante e igual a uno.²⁶

2.5.6 Tipo de cambio en función del plazo de liquidación.

El plazo de liquidación de las transacciones realizadas con divisas puede ser al contado o futuro. Atendiendo a este plazo se pueden distinguir dos denominaciones del tipo de cambio:

Tipo de Cambio Spot: El tipo de cambio spot se refiere al tipo de cambio corriente, es decir, transacciones realizadas al contado.

Tipo de Cambio Futuro (forward): El tipo de cambio futuro indica el precio de la divisa en operaciones realizadas en el presente, pero cuya fecha de liquidación es en el futuro, por ejemplo, dentro de 180 días.

²⁶ <http://www.efxto.com/diccionario/t/3505-tipo-de-cambio540#ixzz20BQu9I35> , Under Creative Commons License: Attribution Share Alike



2.5.7 Modelos de tipos de cambio

El connotado economista Rudiger Dornbush, desarrollo un modelo que explica el papel que juega el tipo de cambio en las economías latinoamericanas, en el cual distingue tres fases de estabilización del tipo de cambio:²⁷

La primera presenta como herramienta de gran utilidad y se deriva de las ventajas que emanan de una macro devaluación, es decir, una etapa de subevaluación de la moneda. No es permanente, puesto que solo es efímera y entre más se abuse de ella menor será su eficiencia. En la segunda, la etapa de sobrevaluación se hace evidente. Sin embargo un ajuste cambiario es, desde el punto de vista político inadecuado. Por lo regular esta etapa va acompañada de crecimiento económico, afluencia de capital extranjero. En la tercera, el nivel de sobrevaluación alcanza un nivel tan alto que el ajuste cambiario se vuelve cada vez más necesario. Se trata, por todos los medios de evitar lo que tarde o temprano tendrá que llegar, una crisis devaluatoria.

2.5.8 Modelo de paridad descubierta de tipos de interés.

Según el modelo de paridad descubierta de tipos de interés, la apreciación o depreciación de una divisa respecto a otra, debe ser neutralizada por cambios en el diferencial de tipos de interés entre ambos Bancos Centrales que controlan la emisión de cada divisa.

Por ejemplo, si el tipo de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos sube mientras que se mantiene en Japón, el dólar estadounidense debería depreciarse frente al yen japonés por una cantidad que prevenga el arbitraje.

2.5.9 Modelo de balanza de pagos.

Este modelo sostiene que un tipo de cambio debe estar en el nivel de equilibrio que produce un balance estable de la cuenta corriente. Una nación con un déficit comercial experimentará una reducción en sus reservas de divisas, lo que en última instancia hace disminuir el valor de su moneda (se deprecia).

Al tener una divisa más barata hace que los bienes de la nación (exportaciones) sean más accesibles en el mercado mundial, al tiempo que las importaciones se hacen más caras. Tras un tiempo en esta tendencia, las importaciones se ven obligadas a bajar y las exportaciones a aumentar, con lo que se estabiliza la Balanza comercial y la divisa de forma automática.

²⁷ Fischer Stanley, Dornbusch Rudiger. Economía. Editorial McGraw Hill, 2ª edición 1996.



2.5.10 Modelo de mercado de activos.

La expansión del comercio de activos financieros (acciones y bonos) ha revolucionado la forma en la que analistas y traders miran a las divisas. Variables como el crecimiento económico, la inflación y la productividad ya no son los únicos conductores de los movimientos de divisas. La proporción de las transacciones en divisas derivadas de operaciones transfronterizas de activos financieros ha empequeñecido a las transacciones de divisas generadas por el comercio de bienes y servicios.

El enfoque del modelo de mercado de activos ve a las divisas como precios de activos que se negocian en un mercado financiero. En consecuencia, las divisas muestran cada vez más una fuerte correlación con otros mercados, particularmente el mercado de acciones.

Al igual que en la bolsa de valores, inversores y especuladores pueden ganar dinero o perderlo en el mercado de divisas mediante la compra y venta en el momento adecuado. Las divisas pueden ser objeto de comercio en el mercado spot (mercado de divisas propiamente dicho) y en el mercado de opciones sobre divisas. El **mercado spot** representa los **tipos de cambio actuales**, mientras que las **opciones sobre divisas son derivados de tipos de cambio**.

2.5.11 Intervención y manipulación de los tipos de cambio.

Los países pueden obtener una ventaja en el comercio internacional si se manipula el valor de su moneda artificialmente influyendo en el tipo de cambio. Por lo general, estas intervenciones son realizadas por la participación en el mercado abierto de las autoridades monetarias del país (Bancos Centrales).

Algunos países tratan de devaluar su divisa o frenar su apreciación con el objetivo de favorecer las exportaciones y reforzar la economía. Un tipo de cambio bajo hace que los bienes y servicios nacionales sean más baratos para los extranjeros y, por tanto, favorece la exportación y por el contrario, para los consumidores nacionales los productos y bienes importados se hacen más caros.

Por ejemplo, en la República Popular de China ha tenido éxito en hacer esto durante un largo período de tiempo. Sin embargo, en una situación del mundo real, el Yuan se apreció un 22% en el 2005 y le siguió un aumento del 38,7% en las importaciones chinas a los EE.UU.²⁸

²⁸ <http://www.efxto.com/diccionario/t/3505-tipo-de-cambio540#ixzz20BQu9I35> , Under Creative Commons License: Attribution Share Alike



2.6 Teoría del equilibrio de cartera.

El Mercado de Capitales en nuestro país está teniendo un alza importante en los últimos años, impulsado por las fuertes inversiones privadas y la disminución del riesgo país debido al crecimiento del nivel de la economía nacional. Tal crecimiento no solo atrae a los grandes inversionistas, sino también a los micros inversionistas que invierten en el Mercado Secundario, directamente mediante las Sociedades Agentes de Bolsa (SAB) o indirectamente mediante las Sociedades Administradoras de Fondos (SAF), sean Fondos mutuos o fondos de inversión.

El atractivo más importante que presenta este Mercado es que la rentabilidad promedio que reporta un capital es mucho mayor que la tasa pasiva que ofrece el Mercado Bancario; sin embargo el riesgo puede ser alto. Debido a ello una buena administración de cartera debe mantener un nivel óptimo de rentabilidad-riesgo que permita que el portafolio se mantenga en el tiempo de manera sostenible.

El objetivo general de la teoría de la cartera es demostrar que el Nivel de Riesgo es una consecuencia de la diversificación de la cartera, es mucho menor que el riesgo generado por los activos individualmente.

Estos modelos representan un marco teórico sobre los modelos de equilibrio más importantes en la Teoría de la Cartera, describiendo de una forma más amplia el de la Selección de Carteras de Harry Markowitz, y el equilibrio del mercado de capitales según Sharpe en el punto de tangencia de la Frontera Eficiente con la línea del mercado de capitales.²⁹

Se explica el procedimiento matemático en el desarrollo de las teorías descritas, y por último muestra la forma más simple de elaborar una Cartera de Mercado, sobre el desarrollo del primer paso del Teorema de la Separación. La cartera que se presenta es POLARIS conformada por siete acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima y un bono del Sistema Financiero. La elaboración de POLARIS se divide básicamente en dos etapas. La primera es la recopilación de datos y la segunda es la elaboración propiamente dicha de la cartera.

Partimos de que POLARIS tiene como base la Teoría del Portafolio de Harry Markowitz que busca maximizar la rentabilidad esperada en un periodo determinado a un nivel de riesgo u obtener el mínimo riesgo para una rentabilidad dada.

Los modelos de valoración de carteras se dividen básicamente en dos grupos:

1. Modelos que se basan en los fundamentos de los inversores frente al riesgo, y,
2. Los modelos de rendimientos con argumentos de arbitraje.

²⁹ MARKOWITZ, H., "Portfolio selection", en The Journal of Finance, 7, 1(1952)



De los primeros sobresale; el Modelo de Selección de Carteras con criterio de elección de media-varianza, desarrollado por Harry Markowitz (1952, 1959) y profundizado por el mismo Markowitz y Levy en 1978. Otro modelo perteneciente a este grupo es el Modelo de valoración de títulos, llamado CAPM (Capital Asset Pricing Model), desarrollado por William Sharpe en 1964, y profundizado posteriormente por Lintner (1965) y Mossin (1966).³⁰

Los estudios de Treynor en 1964 también ayudan a la comprensión del modelo. Hasta la actualidad éste es el modelo más difundido y estudiado, y a partir de él han nacido diferentes variaciones y/o ampliaciones al mismo; así por ejemplo, el CAPM y MCAPM con varios periodos (Intertemporal CAPM) desarrollado desde 1973 por Merton (I -CAPM), Champbell (1996), los estudios de Chen en el 2002 (BW-X-CAPM) junto con Brennan, Xiang y Wang, y más recientemente en el 2004 de Campbell y Vuolteenaho. Existen también los modelos CAPM basados en el consumo (Consumption-CAPM) desarrollados por Litzenberg, Breeden y Gibbson en 1978. Un año antes Lanskroneer postulaba el In-CAPM (Inflation CAPM). Fama y French desde 1992 han desarrollado estudios sobre el CAPM Multifactorial. Modelos más recientes sobre el CAPM son el L-APM (Liquidity Asset Pricing Model), basado en la liquidez desarrollada por Holmström y Tirole en el 2001. Santos y Veronesi en el 2004 desarrollaron el M -CAPM condicional sujeto a restricciones más globales de mercado. Un tercer tipo de modelo es más ecléctico respecto a los dos antes señalados, ya que su criterio de elección es basado en la semivarianza (MSB) y los momentos estocásticos de distinto orden, así por ejemplo Hogan y Warren en 1974 desarrollan el modelo CAPM con desvíos negativos (Downside CAPM) y Smith en el 2003 hace estudios sobre el modelo CAPM con momentos condicionales (Conditional Moment CAPM).³¹

En el segundo grupo de modelos encontramos la Teoría de Valoración de Títulos por Arbitraje (Arbitrage Pricing Model APM), desarrollado por Ross en 1976 y vuelto a ser revisado y ampliado en 1980 por Roll y el propio Ross, Chamberlain y Rothschild (1984), Ingersoll (1984), Connor (1984); Roll, Ross y Chen (1966), Reisman (1992) y Nawalkha (1997, 2004).

Existe también otro modelo llamado la Teoría de la Selección de Carteras que H. Markowitz postuló en 1952 y se sustenta sobre las siguientes hipótesis:

1. La rentabilidad de cualquier valor mobiliario o cartera, es una variable aleatoria, obtenida a partir de las cotizaciones de dicho valor o portafolio, cuya distribución de probabilidad para el periodo histórico de base es conocida por el inversionista.

³⁰ SHARPE, W. F., "Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", en The journal of finance, septiembre (1964) 425-442.

³¹ <http://www.gestiopolis.com/finanzas-contaduria/teoria-de-la-cartera-en-finanzas.htm>



El modelo acepta como medida de rentabilidad de la inversión la esperanza matemática de dicho activo.

2. La medida de riesgo es la dispersión de la serie de rentabilidad de un valor mobiliario o cartera, medida por la varianza o la desviación estándar.

3. El inversionista tenderá a elegir aquellas carteras con una mayor rentabilidad y menor riesgo. Mediante esta teoría se obtiene la Frontera Eficiente, constituida por todas las carteras con una rentabilidad esperada máxima para un nivel de riesgo determinado, en ausencia de una Tasa Libre de Riesgo. Todas las carteras que se ubiquen bajo esta frontera serán consideradas ineficientes, ya que para un mismo nivel de riesgo tienen una rentabilidad inferior a la que se encuentra sobre la frontera eficiente.

Según la Teoría de la Línea del Mercado de Capitales basado en el CAPM como una extensión del modelo de Markowitz con presencia de una Tasa Libre de Riesgo, ésta constituye el intercepto con la ordenada de rentabilidad, y cuya pendiente de la línea es el Ratio de Sharpe.³²

La interacción de ambas fronteras va a constituir un punto de equilibrio que se conoce como la Cartera de Mercado. De este modo se puede hablar de carteras con préstamo (Lending Portfolios) cuando una parte del presupuesto se invierte otorgando un préstamo al tipo de interés del activo sin riesgo, y de carteras con endeudamiento (Borrowing Portfolios) cuando se pide prestado fondos para invertir en la cartera de mercado al mismo interés.

Entonces, en el primer caso se invierte parte del capital disponible en la “Cartera de Mercado” y parte en un activo sin riesgo; en el segundo caso se invierte el capital disponible más fondos recibidos a través de endeudamiento, en la cartera de mercado.

En pro de seguir un marco teórico adecuado se prosigue a describir el procedimiento a seguir para obtener una cartera que satisfaga la rentabilidad esperada de un inversor frente a su nivel de aversión al riesgo. Esta cartera debe de seguir un ejercicio de economía normativa según el “Teorema de la Separación”.

El primer paso es obtener la Cartera de Tangencia Óptima del Mercado.

En esta etapa, el inversionista necesita estimar los rendimientos esperados y las varianzas de todos los valores contemplados. Además, necesita estimar todas las covarianzas entre estos valores, así como determinar la tasa libre de riesgo. Una vez hecho esto, el inversionista puede identificar la composición de la cartera de tangencia así como su rendimiento esperado y su desviación estándar (nivel de

³² SHARPE, W. F., “Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, en The journal of finance, septiembre (1964) 425-442



riesgo). Al hacerlo, todos los inversionistas obtendrían en equilibrio la misma. Cartera de tangencia bajo las suposiciones siguientes:

Los inversionistas evalúan las carteras juzgando los rendimientos esperados y desviaciones estándares de las carteras durante un horizonte de un período.

1. Los inversionistas nunca se sacian, de modo que cuando se da una opción entre dos carteras con niveles de riesgo idénticas, elegirán la que tenga el rendimiento esperado más alto (criterio de elección de la media varianza: máximo rendimiento).
2. Los inversionistas son adversos al riesgo, de modo que cuando se da una opción entre dos carteras con rendimientos esperados idénticos, elegirán la que tenga nivel de riesgo más bajo (criterio de elección de la media varianza: es decir, del mínimo riesgo).
3. Los activos individuales son divisibles infinitamente, lo que significa que un inversionista puede comprar una fracción de una acción si lo desea.
4. Hay una tasa libre de riesgo a la que el inversionista puede prestar dinero o pedirlo prestado, es decir, la tasa es única para todos.
5. Los impuestos y los costos de transacción son irrelevantes.
6. Como todos los inversionistas tienen el mismo horizonte de un período, enfrentan la misma tasa libre de riesgo, y obtienen la misma información. Tienen expectativas homogéneas; es decir, comparten las mismas percepciones con respecto a los rendimientos esperados, niveles de riesgo y covarianzas de los valores.³³

Por consiguiente, el conjunto eficiente lineal es el mismo para todos los inversionistas porque implica simplemente las combinaciones de la cartera de tangencia y el endeudamiento libre de riesgo o el préstamo libre de riesgo acordados.

El objetivo específico del presente trabajo es presentar el modelo y la resolución de un ejemplo ilustrativo para esta primera etapa.

El teorema de la separación afirma que “la combinación óptima de activos riesgosos y libre de riesgos para un inversionista cualquiera puede determinarse sin conocimiento alguno acerca de las preferencias de riesgo y rendimiento del inversionista”. Es decir, la combinación óptima de activos riesgosos es determinada sin ningún conocimiento de la forma de las curvas de indiferencia de un inversionista.³⁴

³³ <http://www.gestiopolis.com/finanzas-contaduria/teoria-de-la-cartera-en-finanzas.htm>

³⁴ [Bursanet www.actinver.com/bursanet](http://www.actinver.com/bursanet)



El segundo paso es la determinación de la Cartera Óptima de cada Inversor, puesto que todos los inversionistas enfrentan el mismo conjunto eficiente, la única razón de que elijan carteras diferentes es que tienen preferencias distintas hacia el riesgo y rendimiento, lo que da como resultado curvas de indiferencia particulares.

Entonces puede identificar la cartera óptima del inversionista observando en qué punto una de sus curvas de indiferencia toca pero no corta el conjunto eficiente. En ese punto de tangencia queda determinada la inversión con cierta suma de endeudamiento o préstamo a la tasa libre de riesgo, porque el conjunto eficiente es lineal.

No obstante, aunque las carteras elegidas serán diferentes, cada inversionista escogerá la misma combinación de valores riesgosos, de acuerdo a lo determinado en el paso anterior

2.7 La repercusión del tipo de cambio en una política exportadora e importadora.

Es importante que tomemos en cuenta que el tipo de cambio representa el principal vínculo entre la economía nacional y el mundo externo, y las políticas cambiarias desempeñan un papel destacado en la mayoría de los programas de ajuste. Al influir sobre los precios internos de los bienes comercializables, el tipo de cambio afecta directa o indirectamente la oferta y la demanda de casi todos los bienes y servicios producidos en una economía nacional y, además, tiene efectos importantes en la situación general de cuenta corriente y balanza de pagos. Como bien sabemos el tipo de cambio determina el precio que los exportadores obtienen en moneda local por los bienes (y servicios) que se exportan, y el precio que los importadores tienen que pagar, siempre en moneda local, por los bienes (y servicios) que se importan, por eso el tipo de cambio cumple un importante papel como orientador de recursos. Es importante que consideremos que las divisas se necesitan para sufragar las importaciones y se consiguen mediante las exportaciones. Si el mercado de divisas fuese libre (cosa que no sucede en muchos países en desarrollo), el tipo de cambio vendría determinado por los factores de la oferta y la demanda, como sucede con cualquier producto

Los gobiernos de muchos países han optado por no dejar que el tipo de cambio oscile libremente de acuerdo con las fuerzas de la oferta y la demanda del mercado, sino por mantener un tipo de cambio fijo, por lo general a una tasa inferior al tipo de cambio real, lo que quiere decir una sobrevaloración efectiva de la moneda nacional. Un motivo importante que justifica esta política es la lucha contra la inflación que se aceleraría con el alza de los precios de las importaciones resultante de una devaluación. Otro motivo puede ser el interés de los grupos dominantes por tener acceso a importaciones a bajo costo o a divisas en condiciones favorables.



Cabe destacar que los factores que inciden sobre los mercados de divisas, mercados de creciente volatilidad por las características que hoy los singularizan son: la libertad de movimientos de capital, la rapidez de las transacciones, la existencia de una gama muy amplia de activos financieros y la importancia de la inversión institucional.

Por eso el tipo de cambio de una moneda hoy o mañana, es el precio de equilibrio entre la oferta y la demanda de esa moneda en cada momento. Son entonces los flujos internacionales de comercio y capital los que determinan ambas curvas; la oferta de una divisa dependerá de las exportaciones de los bienes y servicios del país, de las referencias recibidas de otros países, y de las entradas de capital exterior; la demanda por su parte, dependerá de la importación de bienes y servicios, de las transferencias hechas a otros países y de las salidas de capital por diferentes motivos.

2.8 Repercusión de la política económica sobre el tipo de cambio en una economía abierta.

Una economía abierta es aquella que posee relaciones con el resto del mundo, lo cual implica la existencia de una demanda por exportaciones y una demanda por importaciones. Los países son cada vez más interdependientes en materia de relaciones económicas, lo cual se refleja en las cifras del intercambio de bienes y servicios, y también de activos financieros entre las economías. El análisis de estas relaciones es dividido en dos áreas: el comercio internacional y las finanzas internacionales.³⁵

El comercio internacional significa una fuente de aumento en el bienestar del país. En otras palabras es posible ir más allá de la frontera de posibilidades máximas de producción, permite la cooperación entre países y poder obtener con la misma cantidad de recursos y tecnología una canasta de consumo mayor. Se puede reasignar recursos de manera más eficiente, lo cual implica que los países tienden a la especialización. Se especializan en la producción de aquellos bienes que permiten mejorar la asignación de recursos con respecto a la situación cuando no había comercio internacional, esto implica que se incentive aún más el comercio, lo cual significa que se desarrolle la actividad económica más rentable (ya que se da la misma producción con menos recursos).

Conforme los países se especializan se da una división del trabajo en el país.

Esta división internacional del trabajo implica a su vez que se profundice la especialización, y que se concentren los procesos productivos en fabricar ciertos bienes con el fin de intercambiarlos, y que es de ese modo todos los países tengan una mayor cantidad de bienes. Esta tendencia la podemos observar

³⁵ <http://www.auladeeconomia.com/macros-material6.htm>, Lecciones de Finanzas por el Lic. Gabriel Leandro, MBA



alrededor del mundo, ya que por ejemplo existen países desarrollados que producen bienes manufacturados o industriales, los cuales emplean relativamente poca mano de obra (son intensivos en el uso del capital), también podemos observar otras economías que tienen procesos productivos que son intensivos en el uso del trabajo, tal es el caso de las economías de América Latina.

Así entonces el comercio internacional, a través del aumento en las exportaciones e importaciones, genera un incremento en el nivel de producción el ingreso y de ese modo promueve el desarrollo económico y en consecuencia el bienestar de la población.

El comercio internacional impulsa el desarrollo económico cuando el país reasigna recursos de manera más eficiente, es decir, busca los procesos productivos que permiten producir los bienes a menor costo y cuando los países producen a precios más bajos se dice que explotan sus ventajas comparativas.

La ventaja comparativa se da cuando se puede producir un bien ahora a un costo menor comparado con el resto del mundo. Si los países producen los bienes comenta comparativa entonces el mantenimiento de estas ventajas facilita un mayor desarrollo económico.

2.9 La inflación, el desempleo y el crecimiento.

Hablando de la inflación, se puede argumentar que es el aumento general y sostenido de los precios medido contra el nivel estándar del poder adquisitivo. La causa de la inflación es el aumento de circulante sin respaldo suficiente de bienes y servicios, que son los productos que demanda la población. Algunas causas de la inflación:

Política Monetaria: La inflación es un fenómeno monetario y que se genera por una elevada tasa de crecimiento de la oferta monetaria, que se produce más dinero del requerido para que funcione la economía.

Desarrollo Económico: Cuando el Gobierno construye carreteras, escuelas, hospitales y apoya la producción de alimentos, aumenta el desarrollo económico, lo que provoca una inflación que puede ser de dos formas:

1. La inflación por costos
2. Inflación por aumento de la demanda

Presupuesto del Gobierno: Cuando el Gobierno gasta más dinero del recaudado por impuestos, debe cubrir este faltante y tiene dos opciones para hacerlo:

A. Vendiendo bonos al público.



B. Imprimir o fabricar dinero. Esto aumenta la cantidad de billetes y monedas, lo que provoca inflación.

El Índice de precios: es un indicador que mide el crecimiento promedio que sufren los precios de los bienes y servicios a través del tiempo. El Índice de precios sirve para medir la inflación. El Índice de precios más representativo es el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), el cual mide la velocidad con que se modifican los precios de los bienes y servicios de consumo finales.³⁶

El índice de desempleo: es el número de trabajadores desempleados que buscan empleo remunerado, dividiendo entre el total de la población civil económicamente activa.

La población en edad de trabajar en México es el número total de personas de 12 años o más. La edad mínima para formar parte de esta categoría varía de país en país pero en la mayor parte del mundo se consideran los 12 años. Los comparativos de Proméxico precisan que de los diez casos analizados, sólo tres países tienen una inflación mayor a la de México ya que la de Turquía es de 10.1 por ciento, de 10.4 por ciento en India y 13.8 por ciento en Turquía. En cuanto al desempleo, si bien es cierto que México presenta una de las tasas más bajas de 4.5 por ciento, sólo superada por el 3.7 y 4 por ciento de Japón y China, la variación que ha presentado a lo largo de un año es la segunda más alta.

De noviembre de 2007 al igual mes de 2008, la tasa de desempleo en México creció 29.2 por ciento, en Estados Unidos se incrementó 42.6 por ciento y en Rusia creció un 15.8 por ciento, mientras en el resto de los países la variación fue de un sólo dígito e incluso hubo caídas de entre 1 y 7 por ciento.³⁷

El modelo macro estabilizador de México en las dos décadas pasadas ha logrado reducir la inflación que llegó a alcanzar más de 150% en 1987, y pasó a niveles de un dígito en los años recientes, pero a costa de un estancamiento económico sin precedentes que ha llevado al país al estancamiento estabilizador, en contraste con el desarrollo estabilizador de los años sesenta, cuando la economía crecía a una tasa promedio anual de 6.8%, con una inflación de 3% anual y estabilidad cambiaria.

La política macroeconómica iatrogénica es responsable del modelo de estancamiento estabilizador: política monetaria contraccionista, apreciación cambiaria con sesgo pro-importador y una política fiscal con obstáculos estructurales que le impiden actuar como política contracíclica. Así, la política macroeconómica unidimensional, cuyo único objetivo es la inflación, se ha con-

³⁶ Itzel Ortiz (2011). Introducción al Comercio Internacional, edit., FCE, México, 2011.

³⁷ La Jornada, 10 de enero 2009. <http://www.elsiglodetorreon.com.mx/noticia/465840.mexico-es-lider-en-inflacion-y-desempleo.html> Tags Relacionados: inflación, desempleo, México, OCDE



vertido en una verdadera trampa para el crecimiento, la generación de empleos y la competitividad de México.³⁸

El estancamiento estabilizador se ha convertido en la trampa para el crecimiento económico de México. Este estancamiento es el resultado de la aplicación del modelo de estabilización, de privilegiar el combate a la inflación antes que el crecimiento económico. Esto, si bien funciona como medida de ajuste ante episodios de hiperinflación, resulta anacrónico para enfrentar los retos que se presentan actualmente. Es urgente que México retome la senda del crecimiento competitivo y sustentable.

Al aplicar este modelo, se pierde de vista que el arte del manejo macroeconómico consiste en cómo hacer crecer el pib potencial, es decir, utilizando plenamente los recursos de capital y trabajo (pleno empleo) disponibles, con equilibrio interno y externo. Esto no se ha hecho, por lo que México ha caído en un estancamiento estabilizador anticompetitivo que se ha evidenciado en la última década de manera más clara; la economía mexicana es de las más abiertas y de las menos competitivas y el modelo exportador se ha agotado como motor del crecimiento, y la inflación se ha convertido en el objetivo prioritario y prácticamente único de la política económica, orientándose todos los instrumentos disponibles a lograrlo. Así, la economía está estable, con una inflación de un dígito, pero está también parada, no crece.

Al priorizar la estabilidad de precios como objetivo único, se aplica una camisa de fuerza a la economía mexicana que le impide crecer. Tenemos una locomotora que puede avanzar a 100 kilómetros por hora, pero que lo hace a 40 porque trae el freno de mano puesto. Peor aún, la mitad de los mexicanos que deberían viajar en la locomotora ni siquiera van en el último vagón, se han quedado abajo y con el tiempo, si su situación económica no mejora, pueden hacer que los que van arriba también tengan que bajarse.

2.10 Enfoques sobre el pronóstico del tipo de cambio.

Existen varios enfoques y técnicas para el pronóstico del tipo de cambio, pero todas estas teorías han mostrado ser complementarias y no excluyentes, esto debido a que las fluctuaciones del tipo de cambio son un fenómeno complejo, también cabe acotar que actualmente dentro de la práctica cambiaria existen dos enfoques que presentan una fuerte oposición de acuerdo a los criterios generales de política económica que son básicamente: la teoría basada en la balanza de pagos y del poder adquisitivo. La paridad del poder de compra, se propone una relación entre la inflación y el tipo de cambio, es decir, que productos similares en países distintos deben tener un valor igual en precios relativos, la dificultad de

³⁸ http://www.izt.uam.mx/economiatyp/numeros/numeros/esp_vol2/articulos_PDF/Vol2_1_articulo.pdf



dicha estimación se basa en que las canastas de productos y las condiciones de producción no son iguales, sin embargo, se hace uso de los índices de precios al consumidor en distintos países para determinar el tipo de cambio de la siguiente forma:

Tipo de cambio en equilibrio:

Inflación en México = 12%, inflación en Estados Unidos = 3%, Inflación en Alemania = 4%.

Si se aplica la siguiente fórmula utilizada para comparar inflaciones menores a 2 dígitos.

$$T_{a/b} = (\text{INFL } a - \text{INFL } b), \text{ entonces } T_{a/b} = 4\% - 3\% = 1\%$$

Esto quiere decir que el marco alemán deberá depreciarse en 1% con respecto al dólar americano.

Ahora se obtiene el nivel de depreciación que deberá tener la moneda mexicana respecto al dólar americano, pero utilizando la fórmula aplicada para obtener el diferencial inflacionario cuando alguna de las inflaciones es mayor a un dígito.

$$T_{a/b} = (\text{INFL } a - \text{INFL } b), \text{ entonces } T_{a/b} = (1.09\%) / (1.03) = 5.83\%$$

El factor resultante debe ser multiplicado por el precio de la moneda a evaluar de acuerdo al mismo año base utilizada en la estimación.³⁹

³⁹ Diez De Castro, Luis Mascareñas Juan (1994), Ingeniería Financiera. La gestión en los mercados Financieros Internacionales. Ed. McGraw Hill, 467 pags. Páginas consultadas 47 a 60



CAPITULO 3. COMPORTAMIENTO HISTORICO DEL TIPO DE CAMBIO EN MEXICO.

3.1 Característica de la economía mexicana

Durante el periodo 1977-1981, México entró en una etapa en la cual el petróleo funcionó como el pivote de la economía nacional y de la sustitución de importaciones se pasó a una economía monoexportadora. Durante este periodo, el PIB real creció a una tasa de 8%, pero la inflación promedio se elevó a casi 24%. Asimismo, las finanzas públicas se deterioraron considerablemente y debido a la fuerte dependencia de los ingresos públicos de las exportaciones petroleras, la caída del precio del crudo provocó efectos devastadores en el país. En 1982 se presentó en México la crisis de la deuda externa y en ese año el país fue marginado de los mercados internacionales de capitales.

El agotamiento del modelo de sustitución de importaciones en 1976 significó el inicio de la crisis estructural que entre 1982 y 1987 alcanzó su clímax. Este periodo se caracterizó por un ajuste prolongado, con procesos de alto y siga, pero en donde la etapa recesiva fue la predominante; a este contexto se sumó el choque petrolero externo de 1986 y la fuga de capitales de 1987. En noviembre de 1987, el Banco de México se retiró del mercado cambiario, devaluándose el tipo de cambio libre en dos ocasiones hasta alcanzar 41% (2 400 pesos por dólar). Durante este periodo, la inflación promedio anual fue de 95% y el PIB creció apenas 0.08%. Ante la situación en el mercado cambiario, las fuertes presiones inflacionarias y el contexto de bajo crecimiento del PIB, se decidió aplicar, en diciembre de 1987, un programa de ajuste en el que la evolución del tipo de cambio y la política de ingresos serían decisivas. Los pactos de estabilización hicieron su aparición y, con ellos, se buscó controlar la inflación.⁴⁰

Durante este periodo, el régimen de tipo de cambio prevaleciente puede caracterizarse como semifijo, con propósitos de reducir la inflación a partir de su utilización como ancla de los precios. Se pensó que era más fácil controlar un solo precio (el del dólar), que todos los precios. A partir de 1988, la estabilidad de precios pasó a ser el objetivo número uno de la política económica; y dicho objetivo sigue en pie actualmente aunque durante la crisis de 1994-1995 su cumplimiento se “interrumpió”.

El periodo correspondiente a los años 1981-1988 se caracterizó por el estancamiento económico con equilibrio externo e inflación. Durante estos años se presentó la crisis de la deuda externa (1982) y la posterior marginación de México de los mercados internacionales de capital a causa de la pérdida de confianza de

⁴⁰ Ortiz Mena, A. C., *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*, México, Fondo de Cultura Económica.



inversionistas internacionales; también se emprendieron importantes acciones en materia de apertura comercial y liberalización financiera, destacando la entrada de México al GATT; asimismo, se redefinió la función del Estado en la economía, reduciéndose su participación e iniciándose un proceso de privatización de empresas públicas. La tasa media de crecimiento económico de este periodo fue muy baja (1.3%), la inflación promedio fue de 81% y la balanza en cuenta corriente se mantuvo prácticamente en equilibrio, gracias a la política devaluatoria utilizada para fomentar las exportaciones y obtener las divisas que la economía requería para cumplir con sus obligaciones en el exterior.

Durante el periodo 1989-1995, el reto que se tuvo desde el inicio del sexenio fue paliar los efectos negativos y nocivos de una elevada inflación, así como la inercia inflacionaria que se había alcanzado tras utilizar reiteradamente al tipo de cambio activamente.

Esto se logró a partir de la política de los pactos de estabilización en los que nuevamente, se utilizó el tipo de cambio y los controles de precios y salarios como anclas deflacionarias. Asimismo, en este periodo se intensificaron los procesos de reforma estructural, apertura comercial y financiera, además del proceso de privatizaciones, y se logró una renegociación exitosa de la deuda externa (Plan Brady de 1989). Este periodo se caracterizó por las fuertes entradas de capital externo aunque en su mayoría de corto plazo, sobre todo en 1991-1993, que provocaron indirectamente el deterioro de la competitividad de las exportaciones mediante la apreciación del tipo de cambio real. Así, a partir de 1992 se manifestaron diversos problemas, indicativos de lo que posteriormente sería la crisis externa más grave de la historia moderna de México (1994-1995).⁴¹

El crecimiento financiado principalmente con recursos externos de corto plazo, sin un incremento en el ahorro interno, así como un sector productivo interno inmaduro, orientado al mercado externo y con débil integración con las cadenas productivas, produjeron la crisis de 1994-1995. Así, este periodo (1989-1995) estuvo caracterizado por un crecimiento moderado (2.5%), una inflación de 21.1% y un desequilibrio externo creciente, que para 1994 llegó a 30 mil millones de dólares y representó 6.5% del pib (déficit en la balanza de cuenta corriente).

Durante la tercera etapa del periodo considerado en esta sección, caracterizada por el retorno de una considerable inflación, fuga de capitales, crecimiento significativo de las tasas de interés y crisis del sistema bancario mexicano, el principal reto del gobierno entrante fue rescatar al sistema bancario, la recuperación económica y el abatimiento de la inflación. La salida de capitales iniciada desde diciembre de 1994 produjo efectos nocivos en la economía mexicana, en términos de crecimiento económico, consumo, inversión y salarios reales. En particular, la fuga de capitales generó importantes presiones sobre el tipo de

⁴¹ Ortiz Mena, A. C., *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*, México, Fondo de Cultura Económica.

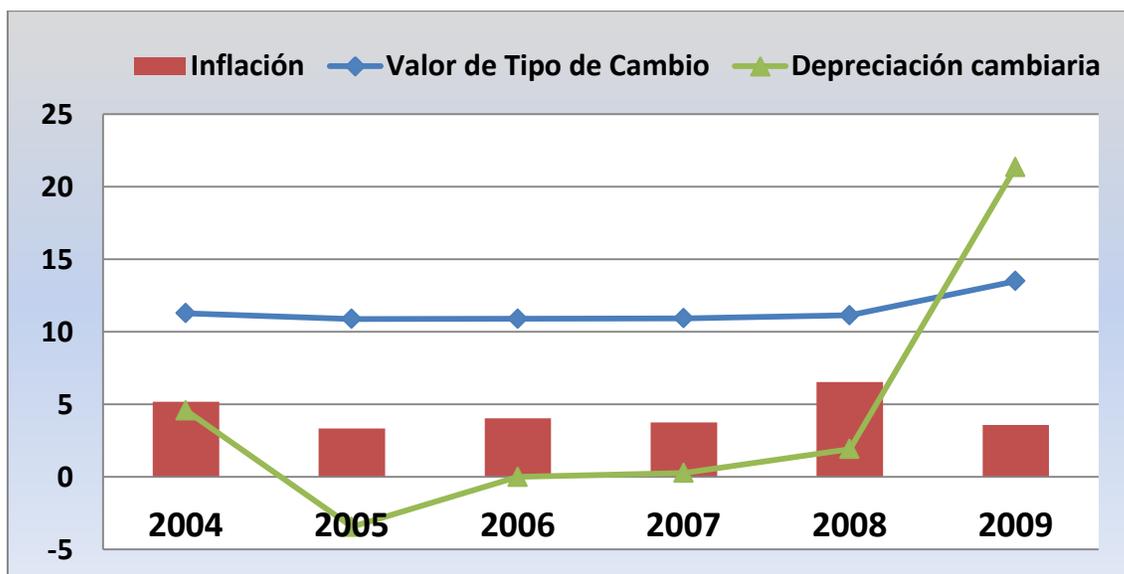


cambio dada la pérdida abrupta de reservas internacionales y la imposibilidad para las autoridades monetarias de sostener el techo de la banda cambiaria, lo que llevó a una devaluación del tipo de cambio de 100% (de 3.5 a 7 pesos por dólar) y una inflación de 55% para 1995.

Después de las turbulencias de la crisis de 1994-1995, el Banco de México y la Comisión de Cambios decidieron aplicar la flotación administrada, combinada con un objetivo de inflación establecido de antemano (inflation targeting).

Esta combinación de políticas permitió que el banco central ganara independencia y pudiera influir favorablemente en la reducción del traspaso (pass through) del tipo de cambio a la inflación. El banco central estableció un objetivo de inflación dado a conocer de antemano y pudo intervenir en el mercado cambiario siempre que los movimientos del tipo de cambio entraran en conflicto con el cumplimiento de dicho objetivo. De esta manera la política de estabilización tiene como único objetivo mantener la inflación bajo control, sin importar los costos: el estancamiento de la economía, la pérdida de competitividad y el malestar social.⁴² La estabilidad macroeconómica representa uno de los principales activos de la economía mexicana, y es una condición necesaria para el crecimiento económico sostenido. En la gráfica también puede verse que cuando el tipo de cambio se deprecia de forma importante, usualmente hubo un impacto de alza sobre la inflación.

Evolución histórica de la Inflación, tipo de cambio y depreciación cambiaria 2004-2009



Fuente: Datos del Banco de México e INEGI

⁴² Ortiz, Guillermo (2001), “La política monetaria: el esquema de objetivos de inflación y la disminución de la incertidumbre”, en LXIV Convención Bancaria Globalización y Desarrollo Económico.



El periodo 2004-2009 se caracterizó por un bajo crecimiento económico, baja inflación, un déficit moderado en cuenta corriente y elevado desempleo. En promedio, el crecimiento del PIB fue inferior a 2%, la inflación cercana a 5%, el déficit externo menor a 2% del PIB y la tasa de desocupación de 3.4%.

La política económica de macro estabilización tiene el grave defecto de tener como único objetivo la estabilidad de precios, con todos los instrumentos dirigidos a lograrlo: política fiscal de equilibrio presupuestal (basada en una inversión pública limitada y no en una mayor recaudación), política cambiaria que considera el tipo de cambio como una ancla deflacionaria (que ha terminado por apreciarlo en términos reales), y política monetaria no sólo restrictiva sino astringente.⁴³

Este manejo de la política macroeconómica, que consiste en dirigir todos los instrumentos hacia un solo objetivo, tiene utilidad cuando se trata de atacar la hiperinflación; sin embargo, cuando ya se alcanzó el objetivo de inflación moderada y se continúa con la misma política, ésta se convierte en un fenómeno que en medicina se conoce como iatrogenia, es decir, cuando el médico, el tratamiento o el medicamento agrava la enfermedad del paciente. En el caso mexicano, dirigir los instrumentos de política económica hacia el —obsesivo— objetivo de abatir o, más bien, no permitir que repunte la inflación, ha terminado por frenar y finalmente estancar la economía y, como veremos, por desarticular el tejido productivo y deteriorar el tejido social. Cabe entonces decir que México es una economía grave pero estable.

3.2 La relación E.U. – México.

La relación México – Estados Unidos empieza con su ubicación geográfica, México es vecino del país más poderoso del mundo y comparte miles de kilómetros de su frontera norte. Por años México ha sido considerado uno de los países que más ha tenido relación en todos los aspectos y tanto positiva como negativa con E.U. Es importante recordar que cuando E.U. empezó a convertirse en potencia, despojó a México de más de la mitad de su territorio, es ese el primer momento histórico donde se inicia la dependencia mexicana con los E.U. que a lo largo del tiempo se ha venido marcando más y más.

También es importante resaltar que casi la mayoría de los países subdesarrollados dependen en varios aspectos de países poderosos como E.U., pero el caso de México es muy especial y es sin duda porque al estar tan cerca es

⁴³ Ortiz Mena, A. C., *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*, México, Fondo de Cultura Económica.



más fácil para E.U. el aprovechar los recursos y las oportunidades que le ofrece nuestro país, venir e instalar sus empresas transnacionales y maquilas, invirtiendo para obtener beneficios, conseguir mano de obra más barata, etc.; así como firmar acuerdos de comercio y cooperación de acuerdo a sus necesidades, siendo más los beneficios para ellos que para nuestro país.

La relación de dependencia se seguirá dando mientras los acuerdos entre ambos países no sean más justos y mientras sigamos imitando modelos de desarrollo ajenos a nuestro entorno, sin tratar de implementar estrategias que nos lleven a un desarrollo autónomo y constante que nos permita satisfacer nuestras necesidades por nosotros mismos aprovechando los recursos con los que contamos. La frontera es la vitrina que exhibe un escenario donde confluyen dos actores de una misma obra: capitalismo avanzado y dependencia, internacionalización del proceso productivo y utilización intensiva de fuerza de trabajo barata y vulnerable; internacionalización del mercado de trabajo y disminución de derechos laborales, identidades emergentes y profundas y resistencia cultural. En este espacio se evidencia la desigualdad

México tiene una creciente dependencia comercial con Estados Unidos, al que se le vende casi el 80 % de nuestras exportaciones, pero las exportaciones estadounidenses a México son sólo el 6% de su total, haciendo que México sea mucho más vulnerable a acontecimientos económicos adversos o a cambios en la política del país vecino.

Las empresas transnacionales más importantes proceden de los E.U., quien se beneficia con las ganancias que obtiene en México. La apertura comercial de México ha sido radical y ha concentrado las importaciones y exportaciones en un solo mercado, por ejemplo, el valor de las importaciones provenientes de Estados Unidos es del casi 70 %. Sin embargo, la respuesta de Estados Unidos a la apertura comercial de México, ha sido un mayor proteccionismo a través de barreras arancelarias y no arancelarias, como las cuotas de importación, impuestos compensatorios, regulaciones de marca, forma y controles fitosanitarios en especial a nuestros productos agropecuarios, así como otras reglamentaciones para bloquear nuestro comercio. Por lo tanto, mientras los acuerdos no sean más justos y las reglas más claras seguiremos viviendo a la sombra de lo que dicte E.U.

En cuanto a inversión extranjera, el 77% del total de inversiones proviene de E.U., lo cual nos hace aún más vulnerables a las decisiones de un solo país, pues es quien controla lo que pasa con casi la totalidad de la inversión en México, y por lo tanto pueden hacer lo que quieran con su dinero en cualquier momento, como por ejemplo, retirar su dinero del país y dejar miles de gentes desempleadas, etc.

Las empresas extranjeras cada vez toman mayor importancia no sólo en la vida económica del país sino en el aspecto cultural y de hábitos de consumo. El uso de



marcas y patentes extranjeras en México. Venta de Materias primas baratas al extranjero y compra de productos industrializados caros. La dependencia tecnológica a través de asesorías y compra de tecnología extranjera. Dependencia cultural manifestada a través de la televisión, películas, libros, etc.

La dependencia es un rasgo característico de los países subdesarrollados como el nuestro. Dependencia es una relación de subordinación de unos países con referencia a otros dentro del marco del capitalismo. Los intereses de los llamado países subdesarrollados como el nuestro están subordinados a los intereses de los países imperialistas, especialmente, Estados Unidos.

Las relaciones sobre todo con países muy desarrollados como E. U. no pueden ser consideradas como relaciones de interdependencia, porque ésta implica igualdad de condiciones económicas y sociales.

La interdependencia se caracteriza por la existencia de una relación bilateral o multilateral tan estrecha que el desarrollo de los países involucrados se condiciona mutuamente. En una relación interdependiente hay una influencia mutua entre las políticas del exterior y del interior y ningún gobierno ejerce control completo sobre el otro. Tanto la dependencia como la interdependencia provocan que las economías de los países involucrados sean muy sensibles a los cambios internacionales, ya que los acontecimientos económicos son transmitidos con más velocidad y potencia.

La dependencia que sufre la economía mexicana es una dependencia estructural, abarca todos los ámbitos de la vida socio-económica. Existe la dependencia comercial, financiera, tecnológica, cultural, etc., y esta se manifiesta en el comercio exterior, en el turismo internacional, en la transferencia de capitales, en el endeudamiento externo, en la firma de convenios internacionales, en la participación en organismos multinacionales, en las fluctuaciones de precios internacionales y en otros aspectos. Un país para poder ejercer todas sus opciones políticas y económicas, no debía depender de un solo mercado. Por eso es necesario ampliar nuestra capacidad de acción y buscar con seriedad una independencia para evitar así ser cada vez menos dependientes.

Es el conjunto de transacciones comerciales que realizan todos los países del mundo entre sí. Está representado por las importaciones y las exportaciones.

Los aspectos que se deben tener en cuenta en estas negociaciones son el volumen de importaciones y exportaciones, pago de aranceles, tipo de cambio, división internacional de trabajo y transporte, etc.

El comercio exterior surge puesto que ningún país puede satisfacer todas sus necesidades por sí solos. Las importaciones son el conjunto de mercancías y servicios que un país compra a otro. Las exportaciones es el conjunto de estos mismos satisfactores que un país vende al extranjero. México importa



principalmente alimentos, maquinaria e insumos; mientras que exporta petróleo, frutas, hortalizas, mariscos y materias primas.

Este intercambio de insumos influye en la materia económica de la siguiente manera: si las exportaciones son mayores, existe un superávit comercial; pero si las importaciones son superiores a las exportaciones, se presenta un déficit comercial.

3.3 La experiencia mexicana.

El fenómeno de estancamiento con baja inflación, al que denominamos el estancamiento estabilizador, en contraposición al desarrollo estabilizador de los años sesenta, es resultado de la aplicación del modelo de apertura macro estabilizador que, si bien funcionó como medida de ajuste ante los episodios de hiperinflación y desequilibrio derivados de las crisis recurrentes, ha agotado sus beneficios. Al provocar bajos niveles de competitividad y desindustrialización, se ha convertido en el principal freno al crecimiento, que sumado al creciente desempleo que ha desembocado en informalidad y emigración de nuestros conciudadanos hacia Estados Unidos, desigualdad y pobreza, muestran que el modelo económico es una auténtica trampa para el crecimiento y la competitividad.

La estrategia de crecimiento hacia fuera, el modelo de apertura basado en el dinamismo exportador, con la ausencia de una política industrial de articulación productiva, condujo a un modelo de manufactura de ensamble que provocó la desarticulación de las cadenas productivas y, con ello, que la inversión tuviera un escaso efecto multiplicador sobre la economía nacional. Se confundió el boleto de entrada a la globalización (el tlcán) con la estrategia del juego, y por ello desapareció la política industrial atendiendo al lema: “la mejor política industrial es la que no existe”, sin antes implantar una política de competitividad sistémica.

De esta manera, se confundió la necesidad de impulsar el desarrollo competitivo de la industria desechando la vieja política proteccionista con sesgo antiexportador y anticompetitivo, y se pasó al otro extremo, a la ausencia de política de competitividad, de innovación y desarrollo tecnológico, que fomentara las exportaciones, la integración de las cadenas productivas, la competitividad logística e infraestructura, los tecnoparques, y por lo contrario, se cancelaron las políticas e instituciones de fomento, como es el caso del Banco Nacional de Comercio Exterior.

De tal manera que mientras en la segunda parte de los años noventa las exportaciones crecieron a una tasa media anual de casi 17%, producto entre otros aspectos de la entrada en vigor del TLCAN, de la significativa devaluación del peso debido a la crisis de 1994-1995, así como de que no se habían incorporado otros actores importantes al comercio mundial, como China. Entre 2004 y 2009



las exportaciones sólo crecieron a una tasa de 5%, dejando de ser el motor del crecimiento.

El tipo de cambio apreciado y la falta de una estrategia de competitividad sistémica, es decir, la ausencia de una política de competitividad industrial que promoviera la integración y la articulación de las cadenas productivas a lo largo de la cadena de valor, provocaron un sesgo pro-importador y finalmente una industrialización de manufactura de ensamble.

Un tipo de cambio apreciado genera una doble carga sobre las exportaciones y los productos nacionales que compiten con las importaciones. Por un lado, las ganancias en productividad de las empresas del país se evaporan con la apreciación cambiaria y, por otro, resulta más barato comprar productos importados; adicionalmente deben padecerse las ineficiencias de la operación interna de la economía. Un tipo de cambio real competitivo es fundamental para el crecimiento en una economía abierta, como lo han demostrado las experiencias de Corea, Taiwán y, recientemente, China.

La mayoría de los países que están alrededor de las economías industrializadas no se pueden considerar como parte del proceso de independencia, porque dichos países se añadieron a la economía internacional con un papel de subordinados. Por eso sería engañoso afirmar que la relación entre México y Estados Unidos es una relación total de interdependencia.

Si México quiere alcanzar la interdependencia, tiene que tomar decisiones basadas en los intereses nacionales (autonomía), así como tener la capacidad de sacar los mayores beneficios que tiene al estar tan cerca, geográficamente, de Estados Unidos.

Los objetivos de la no dependencia son:

Incrementar nuestra autonomía y optimizar nuestro intercambio comercial con Estados Unidos. Esto quiere decir que México debe de sacar el mayor provecho a las oportunidades que da el mercado norteamericano, tratando de no depender tanto de ellos. Diversificar nuestras relaciones económicas con el resto del mundo. No enfocarnos tampoco solo en las relaciones comerciales con Estados Unidos, sino abastecer también a mercados de Europa o Asia. Fortalecer el Mercado Interno. México se ha vuelto un subordinado que está a expensas de la potencia que es EUA, y más que copiar estilos de vida, desarrollos tecnológicos, etc., debería hacer retrospectiva a sí mismo como nación y evolucionar en todos sentidos para lograr un beneficio colectivo.⁴⁴

⁴⁴ Ballesteros, Nicolás. Problemas y política económicos de México. Ed. McGraw Hill. México: 1982.
<http://biblioteca.itesm.mx/cgi-bin/salta?http://zeus.infolatina.com.mx/universidad/index.cgi>



CAPITULO 4. PROPUESTA DE LA INVESTIGACION.

4.1 Propuesta de la creación de un Consejo Monetario.

Como alternativa a situaciones como las descritas, en las que el banco central (aun con autonomía otorgada), no son capaces de garantizar una moneda fuerte, se presenta el caso del Consejo Monetario. En términos generales, se define al Consejo Monetario como una institución que emite billetes y monedas, totalmente respaldados por una reserva de moneda fuerte, garantizando la plena convertibilidad por esa moneda sin restricción alguna y a una paridad fija. Esto implica que el Consejo Monetario expanda o contraiga la base monetaria según aumenten o disminuyan sus reservas de la moneda fuerte que haya escogido como divisa de reserva.

La ventaja del Consejo Monetario sobre la banca central reside entonces en que, apegándose a la regla fija de expandir o contraer la base monetaria según movimientos paralelos de su reserva, se inmuniza de las presiones políticas que asolan al Banco Central y se vacuna de la tentación discrecionalizar la política monetaria, por lo que hace inmune al Consejo Monetario a las presiones para debilitar la moneda.

Importante es el hecho de que mientras por tradición el banco central encabeza el club de bancos, lo que da prerrogativas para regular la actividad del sistema bancario, a cambio de fungir como prestamista de última instancia de los propios bancos, el Consejo Monetario renuncia de facto a encabezar el club de bancos, transfiere a otras instancias la función regulatoria de los mismos y no tiene el compromiso de ser prestamista de última instancia. Esto es verdadera autonomía del instituto emisor.

La institución que posee el monopolio de la emisión monetaria es autosuficiente en la medida que obtiene ingresos vía los intereses que le reporta el señoreaje. En este contexto, el banco central posee la facultad adicional de ejercer el impuesto inflacionario, median la expansión de la base monetaria por encima de las posibilidades reales de la economía para crecer. En esas condiciones, dicha expansión, genera presiones sobre el nivel general de precios, y produce la desvalorización de la moneda que afecta a toda la sociedad. En cambio, el Consejo Monetario, al abandonar la posibilidad de una política monetaria discrecional, es incapaz de ejercer el impuesto inflacionario, solo se sostiene de los intereses que le reporta el ejercicio del señoreaje.

Un consejo Monetario típico está imposibilitado para implementar una política monetaria discrecional por el carácter fijo de su relación con la moneda de reserva, así como por la condición de respaldar la emisión de circulante en 100% por la propia moneda de reserva. El consejo Monetario mantiene fijo el tipo de



cambio en forma permanente y no ejerce ningún tipo de regulación sobre el sistema bancario o financiero ¿implica esto la abdicación de la política monetaria? La respuesta es no. La dotación misma de una moneda dura a los agentes económicos es en sí misma una forma de política monetaria.⁴⁵

Además no hay que olvidar que la estabilidad de los precios y el tipo de cambio, así como la libertad cambiaria son importantes atractivos para el capital productivo del exterior. En virtud de ello, el influjo de capital hacia actividades productivas garantiza altas tasa de crecimiento en el producto interno, lo que necesariamente se refleja en los niveles de empleo y bienestar de la población. Esto es lo que la no discrecionalidad de la política monetaria genera condiciones de equilibrio macroeconómico con crecimiento sobre bases reales, no artificiales.

Cabe agregar que ante las condiciones de inestabilidad financiera provocadas por los flujos incontrolados de capital financiero especulativo, el Consejo Monetario con la política de tipo de cambio fijo no tiende a depender de altas tasas de interés para respaldar el valor externo de su moneda. Lo que es un verdadero seguro contra los efectos desestabilizadores que sobre los mercados emergentes ejerce la globalización financiera tal como está operando este fin de siglo. Es decir, con un tipo de cambio fijo y con una política cambiaria en la cual existe certidumbre de que éste no variará, las tasas de interés vigentes tenderán a ser parecidas a la del país emisor de la moneda de reserva, lo cual es un desincentivo para la entrada del capital especulativo y un aliciente para la entrada de capital productivo.

En conclusión, un consejo Monetario constituye un sistema viable de emisión de circulante por las siguientes razones:

- Su forma de operar es simple.
- Su objetivo es constituir una autoridad monetaria autónoma y creíble emisora de una moneda fuerte y libremente convertible.
- Independiente de la polémica de la discrecionalidad de la política monetaria y de las ventajas de los tipos de cambio fluctuantes, la estabilidad monetaria impulsada por el Consejo es un aliciente a la inversión productiva y al comercio internacional a favor del país donde se instala.

Estas parecen ser medidas atractivas y muy viables para México, pero es importante reflexionar y valorar sus riesgos y sus consecuencias probables, sobre todo por el impacto que tendrían en la vida nacional.

⁴⁵ Ortiz Soto Luis Oscar, El dinero: la teoría, la política y las instituciones, Facultad de Economía, 2001



4.2 El Consejo Monetario.

Un Consejo Monetario es una institución que sustituye al banco central, adquiriendo de éste, como única función, la de realizar cambio de moneda, y por tanto, renuncia a su función de imprimir dinero basado en el crédito interno. Por eso, se le conoce también como Caja de Conversión. La medida se toma cuando el banco central ha mostrado una alta ineficiencia para manejar la política cambiaria y monetaria y cuando, por ello, es incapaz de generar confianza entre los inversionistas.

El establecimiento del consejo requiere:

- a) Establecer un régimen de convertibilidad en el que cada peso en circulación está respaldado por un dólar de reservas internacionales. Es decir, que la cantidad de dólares en reserva del país, debe ser, por lo menos, igual a la cantidad de pesos que haya en la economía.
- b) Imponer una paridad del tipo de cambio fijo. Es decir, un peso por un dólar. Es esta política, la que garantiza que no haya devaluaciones.

Un Consejo Monetario es diferente a un Banco Central, porque éste maneja el nivel de crédito y el volumen de reservas de divisas, de acuerdo a la política monetaria y de tipo de cambio que defina el gobierno a través del banco. Además, la cantidad de dinero en circulación no requiere tener un respaldo en dólares. La expansión económica no está sujeta a la capacidad de obtener dólares del exterior. Además, el banco central decide la política cambiaria (fija o flexible) de acuerdo a los objetivos fijados por el gobierno.

En la práctica las implicaciones del reemplazo del banco central por un Consejo Monetario, se pueden resumir así:

1. Al renunciar a las funciones que realiza el banco central en materia de impresión de dinero basado en el crédito interno y mantenerse como caja de cambio, significa abandonar un instrumento de ajuste que permite al gobierno influir sobre el volumen del crédito y la tasa interés. Y por tanto, significa renunciar a un instrumento que permite regular los efectos de las crisis económicas, dadas su capacidad de influencia sobre la inversión y el consumo.
2. El hecho de ajustar la cantidad de dinero en la economía (el volumen de liquidez) a la cantidad de dólares en el país, implica que la cantidad de pesos estará sujeta a los flujos de entrada y salida de capitales extranjero, (ya sea por inversiones o por exportaciones) que es lo que determina, la cantidad de dólares en un país. Por tanto, la expansión económica quedaría vinculada a la capacidad de la economía nacional de atraer esos capitales y, en un entorno recesivo en que los dólares llegan con tanta dificultad al país, la existencia de una caja de conversión agravaría la crisis económica.
3. Mantener un tipo de cambio fijo, implica que debe haber una permanente correspondencia entre cantidad de pesos y de dólares, para evitar que varíe. Para ello es necesario apoyarse con flujos de entrada de divisas o reducciones en la cantidad de dinero circulante en el país, si los dólares no llegan, lo cual implica crear un mecanismo interno multiplicador de las recesiones externas, pues



siempre que haya recesión afuera y los dólares no lleguen, la paridad fija exigirá mas recesión interna, es decir, reducir el circulante interno.

El único país que ha aplicado esta política en América Latina es Argentina en 1991. Desde entonces ha logrado una estabilidad de precios y en los tipos de cambio. Sin embargo, el costo ha sido mayor. Al anular su capacidad para influir en los procesos económicos mediante la política monetaria, ha experimentado caídas en su crecimiento económico muy importantes. Por ejemplo, en 1995 del 5%, como resultado del efecto Tequila. Es decir, no sólo se quedó sin instrumentos para paliar la crisis, sino que, además, la renuncia a dichos instrumentos, no le ofreció protección alguna contra los efectos de la recesión (como argumentan quienes están a favor de la medida). Además, desde la implementación de su Consejo Monetario, Argentina ha sufrido un constante incremento en sus volúmenes de desempleo. Su tasa de desempleo en 1991 era de 6.5% y en 1995 alcanzó un nivel de 17.5%. Actualmente su tasa de desempleo es del 14%. Para decirlo rápido, Chile, que no ha implementado el Consejo y sí medidas de control a los flujos de capital, ha obtenido mejores resultados macroeconómicos y no se ha visto tan afectado por la turbulencia financiera internacional. De hecho el efecto tequila no le impidió obtener en 1995 una tasa de crecimiento del 6.5%.

Por otra parte, la aplicación de un cambio de moneda y la creación del Consejo Monetario en México no garantizan absolutamente nada, pero sí ponen en riesgo, la capacidad de influencia del gobierno sobre los procesos económicos que normalmente están ligados a objetivos nacionales (y de la sociedad sobre esos procesos si consideramos que el gobierno puede representar la voluntad popular). Pero además, pone en riesgo, en particular, la capacidad de control interno de las crisis, sobre todo, ahora que la globalización financiera provoca, de modo súbito e inesperado, gran turbulencia en los mercados financieros internacionales.

En el fondo el mensaje que hay detrás de la propuesta es simple pero muy peligroso: “el banco central es ineficiente para cumplir su tarea. De hecho no debe tener las funciones que realiza. De hecho es que el gobierno no debe intervenir en la economía ni en el ámbito de la política monetaria y cambiaria, porque además de ineficiente, no es capaz de generar confianza”. Este argumento es falaz y tendencioso. Si bien es cierto que los dirigentes de la política monetaria y cambiaria del país lo han hecho mal y a veces, muy mal, también es cierto que el problema no se soluciona desapareciendo la institución que dirigen. Porque es un problema de hombres y no de instituciones. Si estos no sirven deben ser sustituidos.

Quienes proponen resolver los problemas de inestabilidad financiera por esta vía cometen un error de interpretación. Porque éstas medidas que se sugieren son producto de la desconfianza en la moneda nacional y su origen está en la incapacidad gubernamental para resolver los problemas estructurales que



ocasionan la inestabilidad y la debilidad de nuestra moneda y la incapacidad para manejar los asuntos monetarios de manera eficiente. Pero eso es válido para un gobierno en particular o para un funcionario o grupo de funcionarios, pero no es aplicable a todos los proyectos, ni a todos los gobiernos, ni a todos los funcionarios probables y existentes.

La desconfianza que se ha generado, proviene del proyecto económico que sustenta el actual gobierno, de los objetivos y de la ineficiencia de los actuales funcionarios públicos. Y el hecho de que un gobierno no maneje adecuadamente las instituciones del Estado no significa que esas instituciones deban desaparecer. En todo caso hay que aclarar que el gobierno mexicano no es el Estado mexicano. No comprender esta diferencia puede llevar a múltiples errores teóricos y prácticos. Porque, imaginemos qué clase de país vamos a tener si las decisiones esenciales del mismo pasan a manos de gobiernos extranjeros, quedando el pueblo mexicano, (en quien radica, constitucionalmente la soberanía) sin las instituciones que le otorgan capacidad de control, como colectividad, sobre los recursos productivos. Instituciones mediante las cuales ejerce su soberanía.

El cambio de moneda y la creación del Consejo Monetario, no son meramente reformas técnicas o administrativas. El cambio implica una profunda reforma del Estado-nación. Implica ceder autonomía y soberanía a una institución extranjera. Implica abdicar el poder de manejo de la política monetaria. Implica una nueva y definitiva forma de colonialismo postindustrial.

Ningún país puede pretender desarrollarse sin, al menos, un mínimo de independencia. Ningún proyecto nacional, entendido como un proyecto colectivo, puede sostenerse sin la presencia de instituciones estatales (como el Banco Central) que permitan a la sociedad construir o transformar su entorno, porque de ese modo, sólo se generan desigualdades e injusticias que impiden que los más débiles nunca obtengan beneficios del proyecto nacional.



CONCLUSIONES.

Entre 2004 y 2009 fuimos testigos de una economía caracterizada por baja inflación, la cual promedió 4.3% anual, pero al mismo tiempo estancada. En este periodo, el producto interno bruto registró un crecimiento promedio de apenas 2.4%, lo que implica un crecimiento del ingreso per cápita inferior a 1.5% anual. Revisando las cifras de crecimiento de las economías de mayor tamaño en América Latina, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela, aun sin la crisis económica de por medio, México se enfilaba a ser la economía de menor crecimiento

La propuesta del establecimiento de un Consejo Monetario deriva de la falta de credibilidad y confianza por parte de los agentes económicos en los objetivos generales de política económica y de estabilización monetaria en particular. El consejo monetario, si bien estabilizaría la relación cambiaria entre el peso y el dólar, no es un seguro contra una devaluación.

Si se decidiera tomar como sistema cambiario un Consejo Monetario, el país que adopte tal sistema, deberá de contar con un respaldo suficiente para mantener la paridad entre el dólar y su moneda domestica, que sería establecer un tipo de cambio fijo.

Por lo que, la instalación de un consejo monetario solo es viable si se cuenta con altas reservas internacionales. Además como se ha visto en Argentina y aún en el de la poderosa China-Hong Kong, los consejos monetarios no son inmunes a los ataques especulativos de los capitales internacionales. En otras palabras, los consejos monetarios funcionan adecuadamente cuando las cosas marchan bien en la economía, pero dejan de funcionar en los periodos de crisis. Como resultado de los efectos de la crisis asiática, ni Argentina ni Hong Kong pudieron evitar el alza de las tasas de interés. Por esta razón y por la rigidez que impone en el sistema de crédito, los consejos monetarios son una pésima opción en los países con sistemas bancarios débiles, como es el caso de México.

México requiere en este momento de una política cambiaria que impulse el desarrollo económico del país, no que lo estorbe. En las condiciones actuales, es conveniente mantener un régimen de flotación de la moneda, cuyo propósito central sea mantener el tipo de cambio en un nivel muy cercano al de "equilibrio"; una política que impida tanto la subvaluación como la sobrevaluación de la moneda. Por supuesto, el Banco de México, seguiría interviniendo, selectivamente cuando hubiera movimientos especulativos que amenazaran con colocar el peso en un nivel inconveniente en relación con los propósitos de la política económica.

Por último mucho se ha escrito sobre la importancia de las reformas estructurales y del papel que podrían jugar en el desempeño económico de México, pero la



primera reforma que debería plantearse es la referente al artículo 28 de la Constitución y a la Ley del Banco de México para que éste, además de la estabilidad del poder adquisitivo del peso, tenga como mandato también el crecimiento económico. La autonomía del banco central no debe confundirse con independencia de la política económica; la autonomía debería limitarse al hecho de que el banco central no esté obligado a financiar los déficit del sector público, y a la responsabilidad en el manejo de la política monetaria (tasa de interés y crédito), pero en coordinación y armonía con el resto de la política macroeconómica (política fiscal y cambiaria) y con ambos objetivos: estabilidad de precios y crecimiento.



GLOSARIO.

Apreciación – Se dice que una divisa se "aprecia" cuando aumenta su valor en función de la demanda del mercado.

Arbitraje – Operación consistente en comprar o vender un valor haciendo inmediatamente la operación inversa en otro mercado, con el fin de beneficiarse de la diferencia de cotización existente entre dos plazas.

Ask Rate (Cotización para la venta) – El precio al cual se ofrece un instrumento para la venta (al igual que en la diferencia entre los precios de compra y venta)

Balanza comercial – Valor de las exportaciones de un país menos el valor de sus importaciones.

Bid/Ask Spread (Diferencia entre precio de compra y venta) – Diferencia entre los precios de compra y venta; la forma más utilizada para medir la liquidez del mercado.

Bretton Woods Agreement of 1944 – (Acuerdo Bretton Woods de 1944) – Acuerdo que establecía tipos de cambio fijos para las principales divisas, estipulaba la intervención del banco central en los mercados de divisas, y fijaba el precio del oro en US\$35 por onza. Este acuerdo estuvo en vigencia hasta 1971, cuando el presidente Nixon lo dejó sin efecto y estableció un tipo de cambio flotante para las principales monedas.

Country Risk – Riesgo asociado a una transacción entre países, incluyendo, sin estar limitado a, condiciones legales y políticas.

Currency (Divisa) – Toda clase de dinero emitido por un gobierno o banco central y utilizado como medio de pago legal y base del comercio.

Depreciación – Caída en el valor de una divisa debido a las fuerzas del mercado.

Forex, FX (Mercado de Divisas) – La compra simultánea de una divisa y la venta de otra.

Forward (Contrato de Forward) – Tipo de cambio prefijado en un contrato para compra venta de divisas en una fecha futura acordada, en función del diferencial en las tasas de interés entre las dos divisas en cuestión.

GTC (Orden válida hasta su cancelación o ejecución) – Orden de comprar o vender a un precio determinado. La orden permanece abierta hasta tanto el cliente concrete o cancele la operación.



Hedge (Cobertura) – Una posición o combinación de posiciones que reduce el riesgo de la posición principal.

LIBOR – The London Inter-Bank Offered Rate. (Tasa interbancaria de Londres)
Los bancos utilizan la tasa LIBOR cuando toman fondos de otro banco.

Over the Counter (OTC) – Se utiliza para describir cualquier operación que no se lleva a cabo a través de una bolsa de valores.

Roll-Over (Renegociación) – Proceso por el cual la liquidación de una operación se prorroga a otra fecha posterior. El costo de este proceso se basa en el diferencial en las tasas de interés de ambas divisas.

Spread (Margen) – Diferencia entre el precio de compra y de venta.

Señoreaje: Es la utilidad que percibía la autoridad de las casas de moneda por razón de acuñar una pieza cuyo valor intrínseco era menor al nominal. En la actualidad el concepto es esencialmente el mismo pero aplicado al papel moneda: dejando de lado el reducido costo de imprimirlo, por señoreaje se entiende el hecho que el derecho a "producir" dinero puede constituir para el emisor - Bancos Centrales u organismos emisores- una fuente de ingresos.

Existen siete paridades principales:

- EUR/USD** Euro / US Dollar
- USD/JPY** Dollar / Japanese Yen
- GBP/USD** Pounds Sterling/ US Dollar
- USD/CHF** Dollar / Swiss Franc
- USD/CAD** Dollar / Canadian Dollar
- AUD/USD** Australian Dollar / US Dollar
- NZD/USD** New Zealand Dollar / US Dollar



BIBLIOGRAFÍA.

Basañez, Miguel. El pulso de los sexenios. 20 años de crisis en México. El tipo de Cambio. México, 1991, FCE.

Ballesteros, Nicolás. Problemas y política económicos de México. Ed. McGraw Hill. México:1982.

Busse, Matthias, Matthias, Hut y Georg Koopman. "Prefrencial trade

Estadísticas del Comercio Internacional, 2000 a 2009. OMC, Ginebra Suiza.

Estey, James Arthur. Tratado sobre los ciclos económicos. México, D. F., 1993. FCE.

Ferruchi, Ricardo. Política económica de Argentina Contemporánea. Buenos Aires Argentina. Macchi, 1991, 3ª edición.

Figuroa, María Elena y Paolo Passerini. "Echanges commerciaux et investissement entre la UE (Unión Europea) et le Mexique avant le nouvent accord comercial ".

Fischer Stanley, Dornbusch Rudiger. Economía. Editorial McGraw Hill, 2ª edición 1996.

Gordon, Robert. Macroeconomía, CECSA, 1996

Gurria, José Angel. La Política de la Deuda Externa. México, F. C. E. 1993

Heyman, Thimoty. Inversión contra Inflación. Análisis y Administración de inversiones en México. México, Milenio, 1987.

Huerta, González Arturo. Riesgos, el Modelo Neoliberal Mexicano. México, Diana, 1992.

Hull, John. Options, Futures and Other Derivative Securities. New Jersey, Prentice Hall, 2ª edición. Krugman Paul, Obstfeld Maurice. Economía Internacional. Teoría y Política. México, editorial McGraw Hill, 1995.

Le Roy Miller, Roger E. Meiners. Macroeconomía. México. McGraw Hill, 1990.

Linder, Staffan Burestan. "Uniones Aduaneras y Desarrollo Económico". Integración de América Latina. Miguel, S. Wionzcek. México. FCE, 1964.

MARKOWITZ, H., "Portfolio selection" , en The Journal of Finance, 7, 1(1952)



Morales, Pérez Eduardo. “Una nueva visión de la política Internacional de México y sus relaciones con la Unión Europea”. Editorial Plaza y Valdéz. México 1997.

López Moreno, Javier. Reformas Constitucionales para la Modernización. México, F. C. E., 1993

Novell, Michael. Fundamentos de Macroeconomía. Métodos Estadísticos. Teoría y Aplicaciones. México, Limusa, 1979.

Ogaz Pierce, José Abel. Deuda Externa Pública Mexicana y el Nuevo Orden Económico. México IPN, 1996.

Ortiz, Guillermo (2001), “La política monetaria: el esquema de objetivos de inflación y la disminución de la incertidumbre”, en LXIV Convención Bancaria Globalización y Desarrollo Económico.

Ortiz Mena, A. C., El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época, México, Fondo de Cultura Económica.

Ortiz Soto Luis Oscar, El dinero: la teoría, la política y las instituciones, Facultad de Economía, 2001

SHARPE, W. F., “Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk” , en The journal of finance , 29, 3, septiembre (1964) 425-442.

PAGINAS DE INTERNET:

[-http://www.gestiopolis.com/finanzas-contaduria/teoria-de-la-cartera-en-finanzas.htm](http://www.gestiopolis.com/finanzas-contaduria/teoria-de-la-cartera-en-finanzas.htm)

[-http://www.stockssite.com/rh/03marcoteorico.html](http://www.stockssite.com/rh/03marcoteorico.html)

[-www.administracion-negocios.com](http://www.administracion-negocios.com)

[-www.imexpressadministracion.com.mx](http://www.imexpressadministracion.com.mx)

[-www.actinver.com/bursanet](http://www.actinver.com/bursanet)

[-www.azc.uam/gestion/num3/doc04.htm](http://www.azc.uam/gestion/num3/doc04.htm)

[-http://educate.si.edu/migrations/bord/cultid.htm](http://educate.si.edu/migrations/bord/cultid.htm)

[-http://www.monografias.com/trabajos6/ecom/ecom.shtml](http://www.monografias.com/trabajos6/ecom/ecom.shtml)

[-http://www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

[-http://www.cemla.org/PDF/ensayos/pub-en-57.pdf](http://www.cemla.org/PDF/ensayos/pub-en-57.pdf)