

RIESGOS Y EXPECTATIVAS

Razones de peso

Por Mario A. González.

Sólo siendo estable, una moneda puede cumplir las tres funciones básicas del dinero: unidad de cuenta, medio de cambio y depósito de valor, pero ¿qué se hace para que la unidad de cambio sea o no estable?

El peso mexicano, como toda moneda, representa una unidad de cambio. A lo largo de los años, esta definición se ha dividido en dos partes utilitarias: una unidad de cuenta y un medio de cambio. Con el tiempo, se le ha agregado un tercer elemento: depósito de valor, es decir, una medición de ahorro que, guardada en un banco o institución crediticia, genera una plusvalía. Es imprescindible que haya estabilidad en toda moneda utilizada como unidad de cambio y ahorro para que su referencia como unidad de medida no sea volátil y guarde un valor de referencia consistente y sin cambios, sin que sea afectada por otras variables o el medio en el que se encuentra.

Origen y consecuencias

En muchas ocasiones, para entender una situación, se puede utilizar una analogía que ayude a su explicación. Pongamos como ejemplo que vivimos en una economía cerrada en un país llamado Torticultura, y que el único producto que elaboramos es la tortilla. Sembramos maíz, lo amasamos y al final lo convertimos en este producto. Torticultura está compuesto por 10 personas que producen en total 100 Kg de tortillas anuales con un

valor de 10 pesos el kilo; el peso es la moneda de cambio de Torticultura.

Por lo tanto, en nuestra economía sólo existen mil pesos o unidades de cambio, que es el valor total de los productos y servicios producidos en Torticultura. Todos los habitantes recibimos al año 100 pesos por nuestra labor, que intercambiamos por las tortillas que producimos anualmente, y cuando queramos comer volvemos a intercambiar. El segundo año se producen 200 Kg de tortillas. Si la velocidad de intercambio se mantiene, entonces podemos contar con una economía del tamaño de 2 mil pesos, emitiendo una nueva moneda respaldada por el incremento en la producción.

El país vecino de Torticultura, llamado Estados de la Carne, sólo tiene ganado. Por ello, produce carne en una economía de mil pesos; este país tiene una moneda denominada dólar, de modo

que su economía es de mil dólares, equivalente a mil pesos. Este país vende carne en canal y destaza en promedio a 10 dólares el kilo de carne. A alguien se le ha ocurrido juntar a la tortilla con la carne y decide intercambiar entre Torticultura y Estados de la Carne sus respectivos productos.

Al segundo año, Estados de la Carne también obtuvo un buen desempeño, al duplicar su producción del primer año. De este modo, Estados de la Carne intercambia un kilo de carne, con valor de 10 dólares, por un kilo de tortillas, con valor de 10 pesos. En

ambos países, se introducen los tacos: tortillas con carne. Torticultura decide emitir más moneda de cambio en relación con el producto que la respalda, duplicando el dinero existente en mayor medida que los kilos de tortillas producidos e incrementándolo y repartiéndolo entre los integrantes de su comunidad. Como resultado,

EN LA ACTUALIDAD, las tres cuartas partes del intercambio comercial del mundo se realizan en dólares.

EL COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DEL EURO

Caída Libre

Evolución del tipo de cambio

Fuente: HSBC, con datos de Bloomberg.



la gente recibe, en lugar de 2 mil pesos anuales, un total de 4 mil pesos, decisión que genera una capacidad más alta de compra.

El problema es que dicho beneficio es temporal, ya que en Torticultura primeramente se demandan más tortillas y éstas empiezan a escasear; algunos las acaparan por temor a la escasez, lo cual afecta aún más la falta del producto. Los precios de las tortillas suben hasta encontrar su equilibrio: las tortillas, con valor de 10 pesos el kilo, duplican su precio. Como resultado, de existir 4 mil pesos, al querer intercambiarse por 200 kilos de tortillas, la oferta y la demanda se igualan y se crea inflación (4 mil pesos/200=20 pesos).

Cuando esto ocurre, los integrantes de Torticultura salen a intercambiar sus tortillas por carne o sus pesos por dólares. La oferta y la demanda regresan a equilibrar el exceso de oferta de pesos por dólares, devaluándose el peso contra el dólar en un 100%; es decir, pasa de valer un peso por dólar a 2 pesos por dólar, al haber un mayor número de pesos queriendo ser intercambiados por dólares (4 mil pesos/2 mil dólares=2 pesos por dólar). El resultado de esta analogía nos enseña:

1. Cómo se crea inflación en el país, al ser resultado del incremento de dinero no respaldado por un incremento de productos y servicios.
2. Cómo la inflación interna de un país afecta al intercambio con su socio comercial, impactando el valor de su moneda y produciendo una devaluación o pérdida de valor de la moneda en la misma proporción.
3. Que las situaciones económicas no dependen por completo de los especuladores.

Por fortuna, el Banco de México (Banxico) ya es un organismo independiente con sus propias normas y regulaciones. Por ello, el peso ya no puede ser manipulado y utilizado políticamente.

También hay otros factores que afectan, ya sea temporalmente o en forma definitiva, la estabilidad y el valor de la moneda. Por ejemplo:

- La percepción de crecimiento y/o inflación de un país.
- El diferencial de tasas de interés que puede estar influido por el primer punto.
- El movimiento de capitales en favor o en contra de una moneda que puede afectar

su valor, llámense inversiones o remesas provenientes del extranjero.

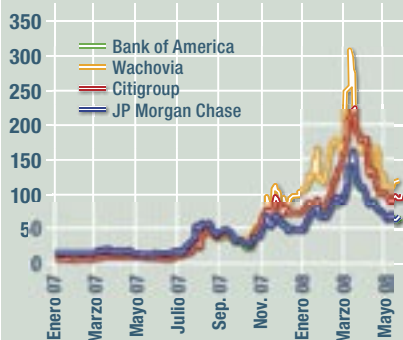
- El déficit de los presupuestos públicos, que en su caso serán refinanciados en los mercados financieros locales, lo cual perjudicará la liquidez interna y/o incrementará el circulante para pagar el déficit.
- El déficit comercial o de balanza de pagos, que generará un incremento o disminución de reservas monetarias del país.

Datos reales

Apartir de esto, identificamos que el diferencial de inflación entre un país y otro es importante en la estabilidad de la moneda. En México, los resultados macroeconómicos de estabilidad han tenido éxito. La inflación y su percepción futura han sido en buena forma ancladas desde la crisis de 1996. La inflación en México cayó desde diciembre de 1995, cuando presentó un incremento de precios de los últimos 12 meses del 51.97 por ciento. A partir de ese momento, la inflación empezó a caer hasta lograr ser de un dígito en abril del 2000 (12 últimos meses) y debajo del 5% a partir de diciembre del 2001. La más baja en la historia moderna fue en noviembre del 2005, de apenas el 2.91 por ciento.

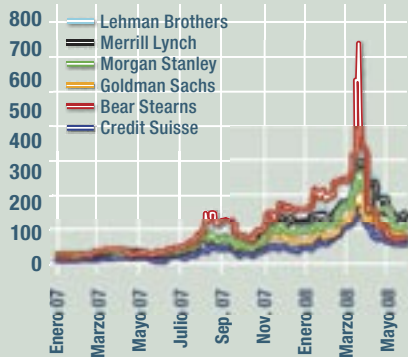
Percepción de riesgo asociado a instituciones financieras

Índices de derivados de incumplimiento crediticio de bancos comerciales internacionales (puntos base)



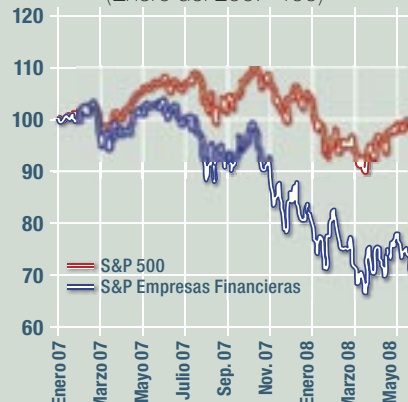
Cifras a mayo de 2008. Fuente: Bloomberg.

Índices de derivados de incumplimiento crediticio de bancos de inversión internacionales (puntos base)



Cifras a mayo de 2008. Fuente: Bloomberg.

Índices de precios de acciones que cotizan en la bolsa de Nueva York (Enero del 2007=100)



En todo momento, menos a finales del 2006, y en un periodo corto en el 2007, nuestra inflación ha sido superior a la de EU. Hasta el 2006, los datos indican el porqué de la pérdida de valor respecto al dólar y los elementos que afectaban su estabilidad y podían acelerar o disminuir los efectos que esa diferencia de inflaciones daba como resultado. Esta mecánica puede utilizarse para definir una paridad teórica de la moneda, sobre todo al existir con claridad tanta diferencia de inflaciones entre los dos países.

Cambio, estabilidad, diferenciales...

Tomemos como año base un momento posterior a un cambio, siendo éste un periodo relativo de estabilidad en ambas monedas: dólar y peso. Si a partir de ese momento medimos los diferenciales de inflación de ambos países y proyectamos un tipo de cambio teórico de uso para estimaciones de largo plazo, como resultado de ese ejercicio identificamos una sobrevaluación (si la moneda es más fuerte que el tipo teórico) o una subvaluación (en caso que la moneda sea más débil que el tipo teórico) de nuestro peso en relación con el dólar. Se obtiene un precio teórico, o al menos se reconocerá la existencia de una presión de la corrección al valor del mercado de dicha moneda y que siempre estará influido por otros factores económicos, ya referidos, que afectan eventualmente a que dicha presión se mantenga, desaparezca o se ejerza sobre el valor de la moneda.

En el corto plazo, el valor de la moneda estará

influido por el diferencial de tasas de interés existente entre dos o más socios comerciales que intercambian bienes o servicios y, como resultado, se intercambian en el mercado sus monedas (referidos como puntos *forward*, analizados más adelante). En la práctica, el valor futuro de corto plazo lo define el *swap* cambiario, que no es otra cosa que el efecto de ese diferencial de tasas de interés referido y que puede explicarse con el siguiente ejemplo: un intermediario va a un mercado financiero, donde encuentra una tasa activa o de préstamo más baja; obtiene el préstamo, cambia el dinero y lo invierte en otra moneda, en la cual se tenga la tasa de interés pasiva o de inversión más alta, creando precisamente este *swap* que el intermediario ofrece comprar o vender y da como resultado ese valor futuro de corto plazo de dicha moneda.

¿Qué otros elementos en la actualidad pueden afectar la estabilidad de nuestra moneda? Existen dos eventos externos que pueden estar relacionados entre sí: el entorno internacional, caracterizado por una crisis financiera severa en EU, y la estabilidad de precios, que han afectado la confianza de los consumidores. El resultado es el crecimiento del país, que genera una afectación en la economía mundial.

La crisis financiera provino de un efecto negativo en el valor de las hipotecas financieras para la compra de casas en EU, denominadas *subprime*. El problema impactó de inmediato en otras latitudes, ya que la Fed tuvo que bajar sus tasas de referencia respecto a otros mercados (incluido el mexicano), lo cual debilita el precio del dólar y, a su vez, incrementa el precio de los bienes básicos o *commodities*, cotizados en dólares y ya previamente en alza por la entrada de una mayor demanda, sobre todo de China e India, que han crecido en gran proporción.

El problema de las hipotecas *subprime* ha repercutido en las economías del mundo. Su efecto ha sido trasladado a las tasas de interés, mismas que han sido bajadas estrepitosamente en EU para ofrecer liquidez financiera y respaldo a su economía, y hoy en día llegan a estar en un 2% (tasa de fondos federales),

cuando en otras latitudes, como Europa y México, las tasas de interés se encuentran a la alza como resultado de una política restrictiva y antiinflacionaria, dado el aumento en los precios de los *commodities* referidos. Estos efectos han repercutido en todas las economías del mundo y, por lo tanto, nos encontramos en una desaceleración económica mundial con un alza en los precios de los gra-

SEGÚN el Institute for International Economics, entre 1970 y 1998 se produjeron 64 crisis bancarias y 79 cambiarias en el mundo.

"Juntos,
vamos a llegar
lejos, muy
lejos."

AUDITORÍA ■ IMPUESTOS ■ ASESORÍA

Un líder enseña a los suyos, paso a paso, a cumplir sus objetivos. Así como usted cuida su crecimiento, KPMG cuida de su empresa haciéndola **más eficiente y productiva**, a través de su portafolio de servicios: **Administración Integral del Riesgo; Estructura Financiera, Fiscal y Legal; Mejora de Productividad y Reducción de Costos y Gobierno Corporativo.**

Nuestros clientes lo dicen fuerte y claro: Confianza¹ es el principal valor que KPMG les ha aportado. Y podemos afirmarlo con toda seguridad porque tenemos **un estricto programa de evaluación**, con el cual el cliente puede calificarnos con toda libertad en el momento que lo desee. KPMG es **experiencia, conocimiento y compromiso** al servicio de su compañía, permítanos demostrárselo.

¹Fuente: clientes de KPMG a través del programa Client Care.

KPMG

Tome una importante decisión de negocios:

llámenos: **01800 292 5764**; o visítenos: **www.kpmg.com.mx**

Hacemos su vida más fácil

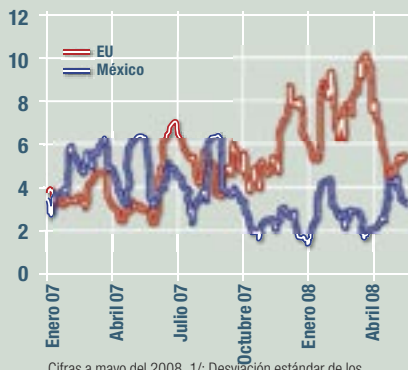
El contagio financiero en Latinoamérica

Diferencial de rendimientos entre bonos latinoamericanos y Bonos del Tesoro de EU (puntos base)



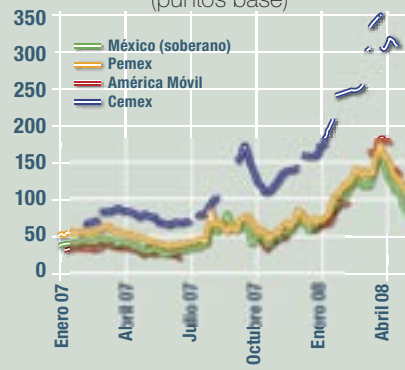
Cifras a mayo de 2008. Fuente: Bloomberg.

Volatilidad de los bonos a 10 años. México y EU (puntos base)^{1/}



Cifras a mayo del 2008. 1/: Desviación estándar de los cambios de los rendimientos, ventana móvil 20 días. Fuente: Banco de México.

Derivados de incumplimiento crediticio de bonos mexicanos corporativos y soberanos (puntos base)



Cifras a abril del 2008. Fuente: Bloomberg.

nos y energéticos que impide disminuir tasas de interés para contrarrestar el ciclo económico a la baja, ya que el control de la inflación y el anclaje de sus percepciones requieren altas tasas de interés para contrarrestar el incremento en la demanda y, por ende, en los precios de los productos y servicios.

Se espera un pronto restablecimiento de las tasas de interés en EU. Con éstas a la alza, se ayudará a controlar la inflación de ese país, fortaleciendo al dólar y, en su caso, deteniendo la estampida de precios (con valor referente al dólar) de los *commodities*, incluido el precio del petróleo. Estas consideraciones deberán debilitar la posición relativa de las otras monedas respecto al dólar. Asimismo, con un mercado financiero con tasas de interés a la alza, los riesgos de cambio de los países en desarrollo se incrementan, lo cual a su vez afecta la valoración de sus monedas.

Diferencias de peso

¿Qué estará definiendo el precio del peso en el corto plazo? La respuesta es el diferencial de tasas de interés entre México y EU. En México, sin duda, el Banxico implementará una política restrictiva, que controle la inflación del país mediante el incremento en las tasas de interés. A partir de aquí existirán dos caminos: en el primero, si la brecha diferencial de tasas de interés entre México y EU sube más rápidamente, la inflación en México se percibirá anclada, y con un mayor control de ésta por parte del Banxico. Sin embargo, el mayor diferencial de tasas abrirá los puntos *forward* y, como resultado, incrementará el costo de coberturas. En este caso, será más fácil tomar una posición corta en dólares y larga en pesos; es decir, el incremento en

puntos *forward* y, por tanto, en el costo del *swap*, que hará más fácilmente la toma de una decisión similar a la existente el año pasado: pedir prestado en dólares, invertir en pesos y mantener la exposición abierta.

Una segunda ruta alternativa será si la brecha diferencial se mantiene o disminuye en proporción a la actual, ya que en términos porcentuales el *spread* o diferencial entre tasas de interés será menor que los 600 pb (el 6%) existentes en la actualidad. En este caso, estaremos más preocupados por un eventual debilitamiento del peso como consecuencia de una expectativa mayor de inflación, así como de hecho una mayor alza de precios internos en nuestro país y, sobre todo, en relación con EU, ya que nuestra inflación sería mayor a la de aquel país, elemento que hoy en día ya está presente.

¿Qué decisiones toman las empresas eficientes para contrarrestar los riesgos cambiarios y de volatilidad esperados? La ausencia de análisis que den como resultado una falta de decisión sería la peor medicina en estos momentos. Se requiere de un liderazgo que implique la toma de una ruta, que pueda ser o no la correcta, pero que sirva para definir una posición y modificarla a través del tiempo, cuando seguramente tendremos con nuestro análisis una mayor certidumbre de aquello que consideramos o no riesgoso. Para ello, primero hay que identificar el riesgo de exposición cambiaria

neta existente en libros. Mediante un reporte, denominado Balance de Exposición en Moneda o Currency Exposure, la empresa identifica su posición neta en monedas diferentes al peso.

Por ejemplo, digamos que una empresa tiene cuentas por cobrar por 2 millones de dólares debido a que vende a crédito y tiene pasivos con un banco extranjero (préstamo bancario) con un valor de 12 millones de dólares. El resultado neto, es decir, su exposición, se denomina corta por 10 millones de dólares. Esta exposición neta de balance financiero es la que podrá afectar favorable o desfavorablemente los resultados de la empresa. Mediante el estudio y análisis de las variables fundamentales macroeconómicas, así como de los efectos de mercado existentes, podrá conocerse si dicha exposición se cubre o mantiene libre y, por tanto, expuesta.

Si decidimos cubrir esa exposición, se evalúan los diferentes instrumentos financieros disponibles que son denominados derivados, los cuales, al emular exactamente el efecto que puede tener en su valoración un activo o pasivo, están expuestos a un cambio de la valo-

ración de la moneda; en nuestro caso, entre el peso y el dólar. El instrumento financiero derivado más sencillo y de gran uso es el *forward*, que representa la compra o venta futura de dólares por medio de un contrato registrado en una institución financiera y regulado por un organismo externo. Las

EL NIVEL de endeudamiento de las familias en EU oscila en un 200% de su ingreso.

Tenga ya su página web



PROMOCIÓN

dominio + hospedaje

Incluye:

- WebMaker
- 12 Buzones de correo electrónico
- 200 MB de espacio
- 10 GB de transferencia
- Panel de Control
- 2 bases de datos
- Blog, Fotogalería y
- 20+ aplicaciones

por sólo
\$529

Ingrese a:

www.suempresa.com/combo529
y registre este código REV082008R18

EN SÓLO 5 PASOS

WebMaker

Construya su página web
con el mínimo esfuerzo

Exclusiva solución que le permitirá
crear su sitio web de entre más de
460 plantillas con buen diseño
y calidad informativa, para usted
o para su negocio.

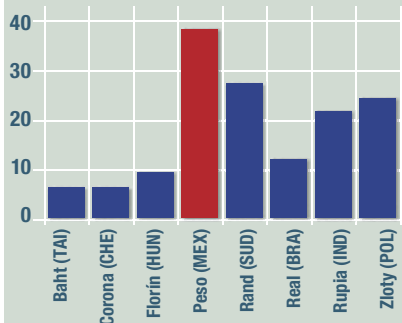
GRATIS
en nuestros
Planes de
Hospedaje

Experimente la diferencia
de un gran servicio
01.800.087.1515

www.SuEmpresa.com[®]
servicios de internet para negocios

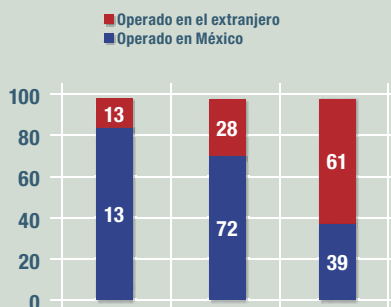
Impactos considerables

Promedio diario del volumen al contado de monedas de países emergentes (miles de millones de dólares)



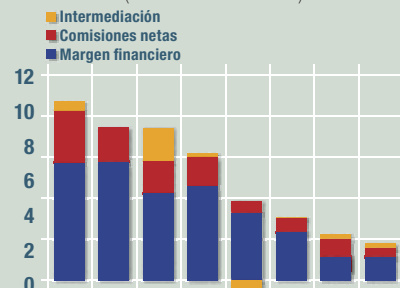
Cifras a diciembre del 2007. Fuente: BIS.

Composición del volumen mundial operado del peso (%)



Cifras a diciembre del 2007. Fuente: BIS.

Principales ingresos de la banca: Comparativo internacional (% del activo total)



Cifras a diciembre del 2007. El margen de crédito es la diferencia entre el promedio de tasas activas y la TIE. La tasa de interés activa no incluye los costos asociados a la contratación de estos créditos, como son las comisiones por apertura y seguros, entre otros, y que se incluyen en el CAT. El margen de captación es la diferencia entre la TIE y el costo promedio de captación de la banca. Fuente: Banco de México e Infosel.

cotizaciones, a lo largo del tiempo, pueden obtenerse en vivo mediante los diferentes servicios que los ofrecen.

Para el caso del *forward*, el precio futuro del peso a través del tiempo, y principalmente en el corto plazo, lo define el diferencial de las tasas de interés de mercado, mismo que está influido por las expectativas de crecimiento e inflación interna. Hoy, el precio del *forward* del peso mexicano a un año es de 10.85 pesos. Su cotización está basada en el diferencial de tasas a un año entre EU y México. Dichas tasas de interés también traen implícitamente las expectativas o niveles futuros de inflación relativa y crecimiento esperado de nuestra economía.

Respecto a nuestro ejemplo, representa una devaluación esperada en un año del 6%, que aproximadamente refleja la devaluación del peso de 10.24 pesos por dólar, lo cual representa la cotización de venta del mercado interbancario hoy en día a 10.85 pesos por dólar. Ese 6% representa, aproximadamente, el diferencial en tasas de interés entre EU, del 2.5%, vs. México, del 8.5% al día de hoy.

¿Cómo afectan ahora en este valor las expectativas de inflación? Si éstas son más altas en un país, las tasas de interés también crecerán para compensar a los inversionistas por la pérdida de valor al que esa moneda en particular estará expuesta. Por desgracia, este será el caso hasta que nuestro país retome la convergencia monetaria con el dólar, proceso ya iniciado y que lastimosamente fue pospuesto dados los eventos de terrorismo del 11 de septiembre, dilatando la unión monetaria y económica entre los países miembros del Tratado de Libre Comercio de América

del Norte (TLCAN). El crecimiento, a su vez, influye en la política de tasas de interés que el Banco Central toma, ya que una baja en tasas de interés estimula al sector productivo a invertir y a producir más empleos y bienes.

Regresando a nuestro ejemplo, si se mantiene la exposición corta en dólares de 10 millones en un año y existe una devaluación del peso del 6%, y se ha decidido no cubrir dicha exposición, la empresa reconocerá una pérdida en cambios de 600 mil dólares, equivalentes al nuevo tipo de cambio de 10.85 de 6.5 millones de pesos. Si el tipo de cambio se mantiene, no habrá efecto que reportar (deduzco que con una inflación a la alza y mayor a la de nuestro socio comercial, además de estar la misma internamente reprimida con el subsidio a la gasolina, las posibilidades de un fortalecimiento del peso serán nulas).

Si se compra la protección de un derivado, en nuestro caso el *forward*, se podrá, en el transcurso o al final del año, deshacer la transacción financiera del derivado y reconocer una utilidad en caso de que el tipo de cambio sea superior a la línea del *forward* durante el año, digamos superior a 10.85 al finalizar el año. De la misma manera, se reconocerá una pérdida o gasto (de la compra de la protección o *forward*) si la moneda, en nuestro caso el peso, no se devaluó a la par de la línea del *forward* o su equivalente al final del año es menor a 10.85.

Variables fundamentales

Las monedas están expuestas a un gran número de variables económicas, pero el diferencial de inflación relacionado entre socios comerciales afecta directamente y en el largo plazo (tarde o temprano) al valor de la moneda. En lo cotidiano, las empresas deben valorar los efectos de las variables fundamentales y de mercado. Esto, con el fin de establecer una estrategia financiera y de cambios en la que puedan considerarse:

- **Riesgos financieros de transacción.** Exposición neta entre activos y pasivos medida para análisis de los riesgos a los que está expuesta una empresa.
- **Riesgos financieros económicos.** Afectan a las empresas en su rendimiento y están relacionados con los márgenes y eficiencias operativas. Existen derivados capaces de proteger contra la volatilidad y cambio de la valoración de la moneda y evitar así la exposición al riesgo cambiario.

La decisión que se tome para actuar en el entorno económico-financiero actual depende del análisis y discusión de las estrategias financieras, las cuales deben ser concordantes con los riesgos existentes y nuestro apetito o nivel de riesgo.

FMI: el crecimiento caerá modestamente, pero la economía europea está fuerte para lidiar con las turbulencias.

■ **Mario A. González** es Vicepresidente de Finanzas del Grupo Mexicano de Desarrollo (GMD) y Catedrático de la Maestría en Administración en la Universidad del Valle de México Campus Cuernavaca.



GLOBAL MARKETING

ESTRATEGIAS DE MARKETING PARA LA INTERNACIONALIZACIÓN DE SU EMPRESA



Expositor:
ILKKA A. RONKAINEN, Ph.D

9 Y 10
SEPTIEMBRE
MÉXICO, D.F.

2008

MÉXICO D.F.
Tel.: (55) 91 72 21 80
informacion@seminarium.com.mx

www.seminarium.com.mx

MONTERREY N.L.
Tel.: (81) 83 19 60 84
monterrey@seminarium.com.mx

 **Bancomer**

alestra 


Audi