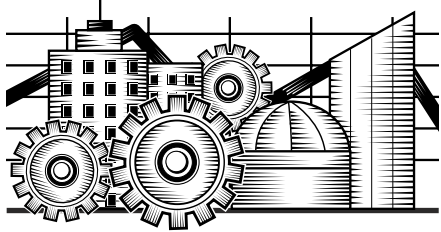


MARCAPASOS



Si todo marcha conforme a lo previsto y no hay cambios de última hora, el Presidente

Vicente Fox presenta hoy un decálogo de acciones para mejorar la **competitividad del sector energético**, entre las que destacan una mayor producción de gas natural y el ya famoso "techo" al precio del energético que demandan los industriales del norte del País, principalmente.

Sin embargo, no todo será gas. Se dice también que dentro de las acciones a anunciar se encuentran la participación del sector privado en reparación y mantenimiento de ductos, la definición del proyecto Fénix y una cruzada por la eficiencia energética.

"No es lo mismo uno en su tierra, que en tierra ajena", reza el dicho, y eso le pasó el Secretario de Turismo, **Rodolfo Elizondo**, cuando el pasado jueves compareció en el terreno de los diputados.

Ante los cuestionamientos de los legisladores que exigían cuentas sobre el impacto de la **inseguridad en el turismo** y las acciones de **saneamiento de playas**, entre otros temas, Elizondo recordó que él también exigió cuentas al titular de Turismo en su época de legislador, hace poco menos de 10 años, y que ahora como funcionario, ir a una comparecencia sin tener los recursos (económicos), ni los dientes para actuar, es como echarse la soga al cuello uno solo.

Ahora sí que **Paco Gil** y **Guillermo Ortiz** parecen un equipo sincronizado. Ambos han padecido problemas físicos recientemente.

El viernes, Ortiz sorprendió a más de uno en el evento de la Bolsa Turística, y no es que el Gobernador del Banco Central haya hecho un anuncio que cimbrara los mercados, sino que apareció con el **brazo derecho enyesado**.

Apenas el 1 de septiembre pasado, cuando fue el Informe de Fox, el Secretario de Hacienda aprovechó para someterse a una intervención quirúrgica, presuntamente **también de los brazos**.

Lo bueno es que el "dúo dinámico" se lo ha tomado a broma, y el mismo Ortiz ha dicho que se fracturó cuando Gil le aplicó una **"manita de puerco"** para obligarlo a bajar las tasas de interés.

COLABORADOR INVITADO

Los polémicos derivados

VÍCTOR GARCÍA

Pero no, me refiero a los **productos financieros derivados**. Más de un lector estará temblando y pensando en un casino, uno que otro estará emocionado recordando alegres tiempos.

Pero, ¿qué son los derivados? Los derivados son instrumentos financieros que permiten comprar o vender otro instrumento financiero, en una fecha futura, a un precio dado. Al instrumento que se compra o vende en el futuro se le llama el activo subyacente. Este activo puede ser alguna divisa (dólares americanos, euros, pesos mexicanos, etc.), acciones de empresas que cotizan en bolsas de valores, instrumentos de deuda de México (Cetes, bonos gubernamentales, etc.) o de otros países (bonos del tesoro de Estados Unidos, etc.), índices bursátiles ("IPC" en México, "S&P500" en Estados Unidos, etc.), bienes de consumo o "commodities" (azúcar, platino, petróleo, gas natural, electricidad, etc.), y hasta existen derivados cuyo activo subyacente no es un instrumento financiero, sino parámetros climáticos como la temperatura. Así como la mayoría de los activos subyacentes cotizan en diversas bolsas de valores del mundo, los productos financieros derivados lo hacen en las bolsas de derivados.

Existen fundamentalmente tres tipos de derivados: los futuros, las opciones, y los swaps. Los **futuros** son instrumentos que obligan a su poseedor a comprar o vender el activo subyacente en una fecha futura. Las **opciones** son instrumentos que otorgan a su poseedor la **posibilidad** (pero no la obligación) de comprar o vender el activo subyacente en una fecha futura. Los **swaps** son instrumentos que obligan a su poseedor a intercambiar flujos de efectivo en diversas fechas futuras.

Hay dos maneras de adquirir o vender los derivados. La primera forma, mediante transacciones de carácter público, ya que tales instrumentos se pueden comprar o vender en las bolsas de derivados (como el Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V., o "MexDer") siempre y cuando se encuentren

COORDENADAS

Nos rebasan



ENRIQUE QUINTANA

Son ya **81 países** los que avanzan más rápido que México en su penetración al mercado norteamericano, de acuerdo con los datos ofrecidos por **Guillermo Ortiz** el viernes pasado.

El Gobernador del Banco de México hizo referencia a un análisis realizado por Banxico en el que se observan los cambios en la presencia de los diferentes países en el mercado de EU y sobre esa base, el resultado indica que **no es sólo China** quien avanza más rápido que nuestro País, sino muchas otras naciones.

El Gobernador del Banxico no fue explícito en el periodo que considera el estudio pero un análisis rápido permite observar que eso es lo que está pasando en los últimos meses.

Si tomamos los datos del primer trimestre de este año y los comparamos con el mismo periodo del año anterior podemos observar lo siguiente.

1.- México fue el País que más perdió presencia en el mercado norteamericano, entre los principales socios individuales de los Estados Unidos. Las importaciones mexicanas ocupan el tercer lugar, detrás de Canadá y China. En el primer trimestre del año pasado, la proporción de las importaciones provenientes de México en total fue de 11.05 por cien-

Nos quedamos atrás de un número cada vez mayor de países, por lo menos en lo que se refiere a su fuerza comercial.

to. Para el mismo periodo de este año la cifra fue de 10.25 por ciento, lo que significa una **pérdida de 8 décimas** de punto porcentual del mercado en tan sólo 12 meses.

2.- Aunque otros grandes exportadores a los Estados Unidos también perdieron terreno no lo hicieron de una manera tan marcada como México. **Canadá** retrocedió en poco más de medio punto porcentual mientras que **Japón** lo hizo en 0.47 puntos.

3.- El avance de China parece imparable pues en sólo 12 meses ganó 1.64 puntos porcentuales de participación. Si ese ritmo de avance se mantuviera, en sólo **2 años y meses** se convertiría en el **principal exportador a los Estados Unidos**, desplazando a Canadá. Es un hecho que eso va a ocurrir.

4.- El retroceso de México se hace más crítico porque a pesar de aunque el peso de sus exportaciones petroleras creció debido a los mayores precios, este hecho no bastó para compensar la caída en otros productos. La **OPEP**, en contraste, que vende fundamentalmente petróleo al mercado norteamericano **aumentó su participación en 0.81 puntos** porcentuales. Los EU gastan casi 7 centavos de cada dólar de importaciones comprando petróleo a los países de esta organización.

5.- Otra de las regiones que avanzó de manera destacada en el mercado de los Estados Unidos fue **África**, cuyas ventas al mercado norteamericano **crecieron en 0.59 puntos** por-

centuales en un año y aunque son relativamente bajas, son crecientes y llegan casi a 14 mil millones de dólares trimestrales.

No lo canso con más números. Creo que las cifras son elocuentes.

México tiene un problema de competitividad que puede pasar de ser endémico a ser agudo.

Es decir, si las cosas se dejan tal y como la inercia las lleva, podemos perder capacidad no solamente para abastecer al mercado de Estados Unidos sino también para satisfacer la demanda doméstica.

Las exportaciones manufactureras de México habían recuperado su ritmo en el **2004**. Pasaron de tasas del **4 hasta el 11 por ciento** pero a partir del mes de febrero de este año iniciaron un claro camino a la desacceleración y ahora ya las tasas desestacionalizadas están **por abajo del 3 por ciento**.

Más allá de que la demanda industrial de los Estados Unidos se desacelere, lo que es visible es que México está perdiendo terreno. Quizás el sector en el que más claramente se observe lo anterior es en la **industria automotriz**.

Las ventas de automóviles a Norteamérica **cayeron** en los primeros ocho meses de este año en **9.8 por ciento**. En la medida que esa industria se convirtió en la principal exportadora del sector manufacturero, los problemas que atraviesa repercuten fuertemente en

los resultados comerciales globales.

Se podrá argumentar que el Congreso no ha querido hacer las reformas pero el hecho es que pese a los intentos realizados, México pierde competitividad global de manera creciente, por lo menos según se aprecia en las cifras del comercio exterior.

En muchas ocasiones le hemos comentado que las decisiones que tomamos en el País a veces las tomamos como si el mundo estuviera estático, como si fuéramos a tener todo el tiempo para ponernos de acuerdo y organizar de mejor manera al País.

El hecho es que otros países están cambiando a un ritmo más acelerado que nosotros.

Imagine que vamos en la carretera y estamos muy contentos porque vamos a 70 kilómetros por hora. El problema es que la mayor parte de los otros vehículos van a 100 por hora.

En la carretera, da la impresión de que retrocedemos, cuando todos los demás se mueven más rápido, pero en la realidad económica es más que una impresión, de facto retrocedemos y sólo que enderecemos la ruta va a ser factible que el País pueda crecer y mejorar las condiciones de vida de la mayoría de la población.

E-mails: quintana@infoel.net.mx
y enrique.quintana@reforma.com

COLABORADOR INVITADO

Adiós a Greenspan



EVERARDO ELIZONDO

Según una frase popular entre los comentaristas del medio financiero, el Presidente de la Junta de la Reserva Federal es el hombre más poderoso de los Estados Unidos... con la excepción del Presidente de la nación. Hay quienes contemplan tal poder con admiración y hay quienes lo ven con preocupación, pero eso es otra historia.

Hace apenas unos días, en un célebre simposio organizado anualmente por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, el actual Presidente del Fed, Alan Greenspan (AG), presentó un discurso que intituló *"Reflexiones sobre la Banca Central"*. Según sus propias palabras, AG quiso analizar los cambios ocurridos en la economía y en la manera de pensar de los economistas a lo largo de los últimos 18 años, desde el punto de vista de su importancia para el diseño y la aplicación de la política monetaria. El periodo seleccionado coincide, por supuesto, con su presidencia.

Considerando que AG tendrá que dejar el Fed en enero del 2006, el discurso aludido había despertado la expectativa de que constituiría una especie de hito histórico. No fue así. De hecho, AG hizo sólo un repaso breve de eventos e ideas que son materia ya bastante conocida entre los enterados. Por ejemplo, reiteró su sabida opinión sobre la utilidad limitada de los modelos formales. (*"Son sistemas de análisis necesarios, pero no suficientes"*). Y abundó en sus razones: todos los modelos constituyen una representación muy simplificada de un mundo rápidamente cambiante; no importa qué tan detallados sean, qué tan bien hayan sido ideados, diseñados y operados, dejan fuera las complejidades que se experimentan día a día.

AG se refirió también a la cuestión de la identificación y utilización de una sola variable como guía para la conducción de la política monetaria. Ello en alusión, por supuesto, al viejo debate sobre la utilidad que potencialmente puede tener el seguirle la pista exclusivamente, digamos, a los movimientos de un agregado monetario, a la trayectoria del PIB nominal, a los cambios de un índice de los precios de las materias primas, etc. La conclusión a la que llegó AG es, hoy por hoy, un lugar común entre banqueros centrales: en la toma de decisiones no hay más recurso que examinar e interpretar un conjunto amplio (y variable) de indicadores económicos y financieros.

En lenguaje llano, el mensaje de AG resultó, paradójicamente, cauteloso por un lado y un tanto audaz por el otro. Me explico. Primero, alertó sobre la inevitable incertidumbre que rodea al quehacer de la banca central: no hay visión completa (mucho menos previsión exacta), no hay modelo preciso, no hay fórmula mágica. Pero luego, precisamente por ello,

planteó la necesidad de descansar en el buen juicio de quienes toman las decisiones.

A muchos comentaristas les llamó la atención que el discurso de AG incluyera algunas advertencias sobre los peligros financieros asociados con una propensión alta al riesgo y un ascenso significativo de los precios de los activos (vulgo, el auge inmobiliario), durante un periodo prolongado. Según mi parecer, lo verdaderamente importante —aunque no sorprendente— fue que AG no profundizara en las causas subyacentes de ambos fenómenos.

En contraste, casi al final de su presentación, al ocuparse de la relevancia de la política monetaria en la reducción de la inflación a lo largo del último cuarto de siglo, AG señaló, a la letra: *"De hecho, la Reserva Federal, empezando en 1979 bajo el liderazgo de Paul Volcker, llevó a cabo la tarea más pesada contra la inflación"*. Este reconocimiento es justo. En efecto, Volcker se hizo cargo del Fed en el verano de 1979, año en que la inflación estadounidense alcanzó 13.3 por ciento. Cuando dejó el puesto, en 1987, había logrado bajar la inflación a 4.4 por ciento. AG ha tenido el mérito de reducir el problema todavía más, al grado de conseguir una situación prácticamente de estabilidad. Pero no hay duda de que el trabajo más duro lo realizó su antecesor, llevando las tasas de interés a un nivel récord, sin claudicar frente a las presiones cortoplacistas. (Véase al respecto la gráfica correspondiente, que cubre el periodo de 1975 al 2004).

Ya con la inflación bajo control, AG pudo utilizar en varias ocasiones la política monetaria para otros propósitos. Por ejemplo, para evitar descalabros mayores en el sistema financiero, como en el caso famoso de Long-Term Capital Management (1998). O bien, para inducir un impulso contra-cíclico en la actividad económica (2003). En estas funciones, actuando con flexibilidad y pragmatismo, AG ha ganado el reconocimiento de tirios y troyanos.

A diferencia de muchos legos, AG no ve ninguna contradicción entre la estabilidad de los precios y el crecimiento de la producción y del empleo. (Y no la ve, porque en realidad no la hay). Mantener la estabilidad reduce el riesgo de *"sobrecalentar"* la economía, lo que puede dar lugar a una inflación en ascenso y a la necesidad de una política monetaria restrictiva, abriendo la posibilidad de una recesión. En cambio, si un banco central ha conseguido ya la estabilidad, si las expectativas inflacionarias están bien *"ancladas"*, tiene por ello mismo margen para reaccionar agresivamente cuando la actividad económica y el empleo se debilitan. Pero no antes.

Lástima que una lección tan importante sea ignorada en otras latitudes, por críticos más proclives a la descalificación intencional que al análisis informado.

Everardo Elizondo es subgobernador del Banco de México. Sus opiniones no necesariamente reflejan el punto de vista de la institución.



COLABORADOR INVITADO

Los derivados siempre generan polémica. ¿Los derivados? El lector estará pensando si me refiero a los derivados del petróleo, o a los derivados que nos enseñaron en nuestros cursos de cálculo diferencial e integral.

listados, utilizando como intermediario a un Operador o "Trader", quienes generalmente son corredurías de valores propiedad de los grupos financieros. La segunda manera es mediante transacciones de carácter privado, conocidas como "Over The Counter" u "OTC", ya que los derivados se compran o venden directamente a un banco sin necesidad de intermediario.

Analicemos el caso de una empresa mexicana cuyas ventas están denominadas en pesos, y que necesita comprar una máquina procedente de Estados Unidos, la cual tendrá un costo de US\$1 millón y será entregada en diciembre del año 2005. La empresa claramente estará corriendo un riesgo cambiario. Si el peso se devalúa contra el dólar de manera importante antes de diciembre, entonces la empresa necesitará usar más pesos para comprar los dólares que necesita.

Para reducir este riesgo, la empresa tiene dos caminos a seguir. El primero consiste en comprar los dólares hoy mismo y guardarlos hasta diciembre, y el segundo consiste en **comprar contratos de futuro sobre el dólar**. La primera alternativa no la recomiendo ya que esos recursos estarían improductivos y podrían mejor ser utilizados como capital de trabajo. Por tanto, el camino de los derivados es el que yo sugeriría seguir.

El MexDer, de entre doce diferentes contratos de futuro, ofrece un contrato de futuro sobre el dólar (con valor nominal de US\$10,000), con fechas de vencimiento mensuales. La empresa compra 100 contratos de futuro sobre el dólar (US\$10,000 por 100 contratos es igual a US\$1 millón), con fecha de vencimiento diciembre 2005. Esto significa que desde la fecha de compra de los contratos, la empresa ha fijado el tipo de cambio (pesos por dólar) que pagará por sus dólares. Llegado diciembre, la empresa deberá entregar al Socio Liquidador

(banco autorizado como tal por el MexDer) los pesos correspondientes al tipo de cambio pactado originalmente, e inmediatamente después, el Socio Liquidador entregará US\$1 millón a la empresa, mismos que la empresa pagará a su proveedor americano. Debo mencionar que si esta operación de futuros se llevara a cabo en el mercado OTC, entonces se conocería como una operación de "forwards".

Cada contrato de futuros tiene como costo una serie de comisiones, relativamente bajas, que se pagan a los Operadores y a "Asigna" (cámara de compensación y liquidación del MexDer). Adicionalmente, a la firma de los contratos de futuro, la empresa debe depositar a Asigna, una cantidad de dinero llamada Aportación Inicial Mínima (AIM), que para el ejemplo que nos concierne, asciende a 400 mil pesos. La AIM sirve para cubrir las variaciones diarias en el tipo de cambio peso/dólar, proceso al que se le llama marcar a mercado o "mark-to-market", y que es manejado por Asigna.

Los productos financieros derivados sí pueden convertirse en un casino espectacular cuando son usados con fines especulativos, a raíz de su efecto de apalancamiento. Como se podrá observar, para tener derecho a recibir US\$1 millón en diciembre, la empresa sólo deberá aportar hoy 400 mil pesos (alrededor de US\$40,000). Este efecto multiplicador se puede ver reflejado en unas ganancias o pérdidas sensacionales a futuro.

Aun cuando los derivados siempre serán polémicos, bien utilizados son una herramienta esencial en la administración moderna de riesgos financieros.

Victor García, trabaja como subdirector de banca corporativa y de inversión en Société Générale México. Su correo electrónico es: victor.garcia@sgcb.com

