

# Antecedentes de Bretton Woods y el comportamiento de las reservas internacionales en México de 2001 a 2014

JORGE AGUILAR JIMÉNEZ  
JOSÉ COMPARAN FERRER  
FEDERICO CURIEL GUTIÉRREZ

*Una moneda de papel, basada sólo en la confianza  
del gobierno que la imprime, acaba siempre volviendo  
a su valor intrínseco, es decir, cero.*  
Voltaire

## **Resumen**

La mayoría de los países del mundo acumulan reservas de divisas como forma de protegerse y afrontar las contingencias especulativas de la economía internacional. Actualmente México ocupa el lugar 15 en las listas de naciones que acumulan reservas de divisas. En Latinoamérica nuestro país ocupa el segundo lugar, solamente por debajo de Brasil, que tiene poco más de 352 mil 012 millones de dólares. Sin embargo, las reservas de nuestro país se encuentran muy lejos del monto que tiene actualmente China, el cual asciende a 3.3 billones de dólares.

Para los funcionarios del Gobierno Federal el tener tan altas reservas internacionales es un reflejo de la buena conducción económica y es símbolo de la fortaleza económica de México. Ante esto podemos decir que las reservas internacionales dan confianza al inversionista foráneo, pero la acumulación de reservas no implica necesariamente que tengamos una economía sana o que México ya superó la crisis financiera de 2009.

*Palabras clave:* reservas internacionales, Bretton Woods, divisas, Banco de México.

## **Abstract**

Most countries in the world accumulate foreign exchange reserves as a way to protect and address the speculative contingencies in the international economy. Mexico currently ranks 15 on the list of nations accumulation of foreign exchange reserves. At the level of Latin America, our country ranks ,second only behind Brazil which has just over 352 thousand 012 million dollars. However, the reserves of our country are far from the amount currently have China, which amounts up to 3.3 billion dollars.

For federal Government officials, having high international reserves is a reflection of good economic management and it is a symbol of Mexico's economic strength. Given this we can say that international reserves give confidence to the foreign investors, but the nature of the accumulation of reserves in the country does not necessarily mean that we have a healthy or already overcome the financial crisis of 2009 economy.

*Keywords:* international reserves, Bretton Woods, currencies, Bank of Mexico.

*Clasificación JEL:* E58, F32.

*Fecha de recepción:* 15 de diciembre de 2014.

*Fecha de aceptación:* 12 de enero de 2015.

## **Introducción**

El presente análisis de las reservas internacionales, que concentra el Banco de México, tiene la finalidad de evaluar su comportamiento a partir del sexenio 2001-2006, del presidente Vicente Fox Quesada, cuando el precio internacional del barril de petróleo empieza a incrementarse sustancialmente; del periodo 2007-2012, del presidente Felipe Calderón Hinojosa y, finalmente, de lo que va (2012-2014) del presidente Enrique Peña Nieto. Asimismo, analizaremos cómo el incremento de las reservas internacionales ha impactado la captación de divisas, la flotación cambiaria y la deuda externa de México.

Se tiene como antecedente el tratado de Bretton Woods, cuyo nombre se debe al complejo hotelero "Mount Washington", estado de New Hampshire, Estados Unidos, donde se celebró la conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas, que tuvo lugar del 1 al 22 de julio de 1944. En este sitio se establecieron las normas de las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados. De esta conferencia nacieron el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

¿A qué se debió su realización? A la estabilización del valor de las divisas. Se creó una tasa de cambio fija respecto al oro, para realizar así más fácilmente el intercambio de divisas entre los países firmantes. Desde el punto de vista de los acuerdos alcanzados entre los 44 países que fueron convocados después de más de dos años de preparativos, de intercambios de posiciones, de consultas y negociaciones, principalmente entre los gobiernos de Estados Unidos y Reino Unido, a los que se añadieron

sendas propuestas de Canadá, Gobierno provisional de Francia<sup>1</sup> y numerosos otros países, tanto europeos como de América Latina y otras regiones, con el objeto de crear las bases de un nuevo sistema monetario internacional para la posguerra y de un mecanismo que permitiera reanudar los flujos internacionales de capital en forma ordenada.

El doctor Víctor L. Urquidi, investigador de El Colegio de México, en su exposición “Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario”, comenta:

La razón de que se diera considerable prelación a los asuntos monetarios y financieros internacionales durante casi todo el tiempo transcurrido de 1918 a 1939, se caracterizó por la contracción de la economía mundial, el aumento del proteccionismo y de las restricciones discriminatorias y unilaterales al comercio, el desorden en los movimientos de capital, la inestabilidad e inseguridad monetarias y, en general, la inhibición de la inversión nacional e internacional, fuente de la creación de empleo e ingresos. En muchos casos, las inflaciones e hiperinflaciones, los déficit presupuestarios, las deudas externas insolutas, las caídas estrepitosas de las bolsas y las fluctuaciones violentas del comercio exterior, hacían imposible ir más allá de medidas compensatorias parciales e ineficaces. Entre los errores más significativos se contó la imposición a Alemania en 1919 de indemnizaciones de guerra virtualmente impagables (el monto sería de 2,000'000,000 marcos de oro al año. El montante de las reparaciones se disparó a 132,000'000,000 marcos de oro, imposible cubrir por las reservas de oro). El proceso se agravó aún más, cuando las potencias vencedoras, conscientes de la pérdida acelerada de valor del marco, empezaron a exigir el pago de reparaciones en recursos naturales (sobre todo en hierro, carbón y madera), el intento británico en 1926 de restablecer el patrón oro a una paridad con la libra esterlina que no correspondía a lo que ahora se llama el “tipo de cambio real”, la adopción de una política comercial altamente proteccionista por Estados Unidos en 1930, seguida de políticas restrictivas en el Reino Unido y la mayor parte de Europa, aunado a la serie de fracasos de la Sociedad de Naciones y otras instancias en las negociaciones y arreglos previstos para reparar esos daños a la economía internacional, entre los que destacaba la Conferencia Económica Mundial de Londres, saboteada por el presidente Franklin D. Roosevelt. A esta serie de graves dificultades se sumó el armamentismo, sobre todo de la Alemania nazi en los años treinta, acompañado de un sistema de control minucioso del comercio exterior y las operaciones cambiarias.

La conferencia fue un éxito de Estados Unidos, dado que consiguió imponer su propuesta, formulada por el economista Harry Dexter White, ante la iniciativa británica, cuya paternidad correspondía al prestigioso John Maynard Keynes.

Harry Dexter White era un funcionario del Ministerio de Hacienda, hombre de íntima confianza del ministro, Henry Morgenthau Jr., quien era amigo personal del presidente Franklin D. Roosevelt. White fue el representante en las negociaciones que concluyeron con el tratado (había dedicado tres años a ese trabajo), desempeñó

---

1. El Gobierno provisional de la República francesa fue el que gobernó Francia entre 1944 y 1946. Tras la Batalla de Francia, la Francia de Vichy fue establecida en 1940 por Philippe Pétain, y fue disuelta después de la Batalla de Normandía en 1944. El Gobierno fue sucedido por la Cuarta República Francesa en 1946.

un papel determinante en su configuración, además de redactar el primer borrador del Fondo Monetario Internacional y de contribuir a la formación del Banco Mundial.

¿Cuál fue la posición de White?

El representante estadounidense creía que dentro del mundo capitalista era fundamental garantizar la estabilidad económica y financiera, lo cual requería crear un sistema alrededor del dólar, moneda del mayor acreedor existente en el mundo capitalista de entonces, Estados Unidos. En esto no siempre estuvo de acuerdo con los economistas británicos, que estaban bajo la presión de mantener la libra esterlina como centro de la Commonwealth (significa literalmente “riqueza común” o en una sola palabra: “mancomunidad”. El significado deriva del término latín *res pública*, “cosa pública”, y actualmente se usa en relación con una comunidad política). White también tenía la creencia de que la estabilidad monetaria debería acompañarse con estabilidad política, basada en una relación de cooperación entre los vencedores de la Segunda Guerra Mundial, y muy en especial de Estados Unidos y la Unión Soviética, que eran los dos grandes vencedores sobre el nazismo y el fascismo. La URSS había sido la mayor fuerza responsable de la derrota del nazismo en Europa, y Estados Unidos lo había sido del imperialismo japonés, en el Pacífico. Fue White y no Keynes el principal arquitecto del tratado de Bretton Woods.

¿Cuál era la posición de J. M. Keynes? Este economista dedicó una buena parte de su tiempo a la construcción del sistema monetario internacional de Bretton Woods, ocupándose de cuestiones monetarias internacionales con la finalidad de preparar un esquema monetario que pudiera sustituir al patrón oro, con el objeto de evitar los efectos inflacionarios de éste y los desórdenes monetarios experimentados en el periodo transcurrido entre las dos guerras mundiales. Keynes desempeñó en el proceso una labor negociadora muy importante para su país. En los años treinta atacó las ideas liberales y defendió en buena medida lo que se dio en llamar un planteamiento de “capitalismo nacional”: lo importante para un país era el pleno empleo de los recursos, y si el logro de este objetivo exigía restricciones al comercio: acuerdos bilaterales, control o eliminación de los movimientos de capital, controles de cambios u otras restricciones al comercio internacional, según las bases de la economía de mercado, habría que pagar ese precio. De este modo, había apoyado la imposición del arancel de 1931 y el sistema de preferencias imperiales y todavía en 1941 pensaba en algún esquema de comercio bilateral, como tuvo ocasión de manifestar en las negociaciones con los estadounidenses en el mes de agosto del mismo año.

Sin embargo, lo que Keynes perseguía entre 1941 y 1946 entrañaba el comercio multilateral, la convertibilidad, la no discriminación: en suma, un sistema basado en el mercado. En cierto modo, la vuelta a su postura del liberalismo de los años veinte, cuando se pronunciaba a favor del comercio libre y señalaba que el proteccionismo no aumentaba el empleo, mientras sus oponentes los estadounidenses encontraban en el comercio internacional la única solución para los amplios excedentes comerciales esperados en la posguerra. Para conseguir el acuerdo con Estados Unidos en torno a un sistema monetario internacional, pagó Keynes el precio de abandonar el conjunto de propuestas que había desarrollado en los años anteriores, y su condición de estadista

lo llevó a retirar sus ideas, en vez de dejarse llevar por su amor propio de defenderlas a toda costa, como hubiera hecho una persona de menor categoría; así el mundo consiguió un orden económico internacional liberal.

En la historia económica y financiera de esa época merecen destacarse dos mecanismos, relativamente débiles, que se pretendía funcionaran a favor de la ampliación del comercio y la estabilidad cambiaria:

*Primero.* El programa de tratados bilaterales de comercio recíproco iniciado por Estados Unidos en 1934 con fines de liberación arancelaria.

*Segundo.* Los acuerdos de estabilización monetaria suscritos por Estados Unidos, el Reino Unido y Francia hacia 1936 para intentar estabilizar los tipos de cambio entre esos tres países mediante consultas y cooperación entre los respectivos bancos centrales y tesorerías o ministerios de finanzas. Sin embargo, se tienen otros elementos fundamentales que se deben considerar: La experiencia de desorden en los movimientos internacionales de capitales que sobrevino a la conclusión del Tratado de Versalles, sobre todo en lo que hace a los efectos de las indemnizaciones impuestas a Alemania y a la liquidación de las deudas de los países aliados de entonces con Estados Unidos.

Debe recordarse también que muchos países de Europa y casi todos los latinoamericanos estaban en situación de suspensión de pagos sobre sus deudas del siglo XIX y otras posteriores; además se preveía, en cuanto terminara la Segunda Guerra Mundial, la necesidad de reparar los daños físicos e institucionales ocasionados en territorio europeo, o sea la de destinar inmensos recursos financieros a la reconstrucción. Este problema iba ligado al del reembolso, en especie o en servicios, de los recursos facilitados por Estados Unidos bajo el sistema de préstamo y arrendamiento (*lend-lease*) instaurado en 1941, y al del pago o reconversión de las deudas directas, como las anglo-estadounidenses, contraídas a principios de la guerra, cuando todavía prevalecía en Estados Unidos una posición influida considerablemente por el aislamientismo. Además, el Reino Unido, entre otros, tenía a su cargo un problema financiero —y a la postre comercial y monetario— consistente en los llamados saldos inconvertibles, expresados en libras esterlinas, que habían acumulado los miembros de la Comunidad Británica, en particular la India y otros países, entre ellos por cierto Argentina y Uruguay. Era evidente que el Reino Unido no estaría en posibilidad inmediata de hacer convertibles dichos saldos en oro o en moneda internacional (dólares). También se preveía la necesidad de “destrabar” las monedas de gran número de países de las múltiples restricciones y controles de los años treinta y los establecidos como parte de las economías de guerra.

Por último, y no menos importante, estaba en el aire la cuestión de las paridades monetarias y su regulación, ya que difícilmente habría un clima propicio para restablecer el patrón oro internacional. Este mecanismo o sistema, basado en la convertibilidad de las monedas nacionales en oro a una paridad fija, si bien nunca funcionó plenamente en el siglo XIX, regía por lo menos las transacciones entre los principales países que intervenían en el comercio mundial. El patrón oro, aun en su modalidad de patrón de cambio-oro, suponía correcciones más o menos automáticas de los desequilibrios temporales de las balanzas comerciales, inducidas mediante movimientos en las tasas de interés, reducciones del medio circulante y el crédito en los países defici-

tarios y, supuestamente al menos, movimientos contrarios en los países superavitarios. No es el caso aquí entrar en las múltiples consideraciones a favor o en contra del sistema del patrón oro, excepto poner de relieve que hacia finales de los años treinta había sido abandonado o no funcionaba (aparte de que era inequitativo para los países de menor nivel económico).

El surgimiento de las dos nuevas instituciones: una de las ideas que White consiguió plasmar fue la creación del Fondo Monetario Internacional. De Bretton Woods también surgió el Banco Mundial que, en un contexto de gran preocupación ante los destrozos de la guerra, se llamó en un primer momento Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo.

Otra consecuencia fue la sustitución del patrón-oro por un patrón-dólar. Hasta entonces los países respaldaban las diferentes monedas nacionales con sus reservas de oro que, con el enorme gasto bélico, habían caído en picada en la mayoría de países. La conferencia de Bretton Woods estableció una equivalencia fija entre dólares y oro (una onza de este metal valdría siempre 35 dólares), con lo que la moneda estadounidense se convirtió en la divisa de referencia. Años después esta medida quedó anulada *de facto* puesto que Estados Unidos, cuyo gasto era creciente como consecuencia de la Guerra Fría, no podía mantener la equivalencia; Bretton Woods aportó el Acuerdo General de Aranceles y Comercio (conocido como GATT, por sus siglas en inglés). Esta medida supuso un revés para quienes aspiraban a conseguir un organismo mucho más poderoso que regulase el comercio internacional. En 1995, el proceso culminaría con la creación de la Organización Mundial del Comercio. Fue un epílogo de la reunión que, 51 años antes, había reunido a más de 700 representantes de la mayoría de los Estados de la Tierra en un tranquilo hotel de las montañas de New Hampshire.

Desde el punto de vista histórico, el dinero utilizado en los mercados internacionales ha sido de tres tipos: el oro y la plata; las monedas fuertes como el franco, la libra esterlina y el dólar; y, por último, los pasivos en manos de organismos económicos internacionales. La cantidad de dinero demandada —en cualquiera de sus tres formas— era determinada por el equilibrio de la balanza de pagos del país de que se tratara, por lo que el patrón oro constituyó el sistema monetario que se utilizó de forma más o menos constante desde Waterloo hasta la Primera Guerra Mundial. Era muy simple: los billetes podían intercambiarse por oro, y el oro a su vez en billetes, a una tasa de cambio fija e inviolable. La tarea diaria de un banco central consistía en facilitar este intercambio. Casi todo el activo del banco central era oro y casi todo su pasivo eran los billetes en circulación, que en su conjunto valían lo mismo que el oro.

El patrón oro desapareció en la Primera Guerra Mundial. En su lugar, los gobiernos del mundo de la posguerra establecieron un sistema que se le parecía. Las monedas y billetes estaban “respaldados” por lingotes de oro. Pero, de hecho, los banqueros centrales hicieron caso omiso de las normas del patrón “lingotes de oro”. Se fabricaron más billetes y monedas de cobre que su correspondiente valor en oro y lógicamente la gente sospechó que se estaba produciendo un fraude. Como consecuencia, en la mayoría de los países las monedas de oro desaparecían en arcas privadas en vez de circular de mano en mano tal como lo habían hecho durante generaciones previas

a la Primera Guerra Mundial. El patrón oro se discutió y propició, en la Conferencia de Ginebra celebrada en 1922, para resolver algunos problemas monetarios, que a la sazón podían desequilibrar las finanzas y trabar el comercio mundial.

Después de la Segunda Guerra Mundial se creó un sistema basado en el dólar. El dólar era la “divisa de reserva”. Equivalía al oro. La libra esterlina fue la divisa de reserva antes de la Segunda Guerra Mundial, la divisa más importante de aquel momento. El dólar estadounidense fue su sucesor. Hoy por hoy ya no existe ni el patrón oro ni el “patrón dólar”. Ahora los billetes y monedas en circulación (base monetaria) de cada país están respaldados por divisas y títulos en poder del banco central y también por los créditos que los bancos centrales conceden al sistema bancario. Sin embargo, en su intento por revitalizar la economía y rescatar el sistema financiero, los bancos centrales de todo el mundo y especialmente el de Estados Unidos (la Reserva Federal) están comprando muchos activos (títulos de deuda) y dando mucho y muy barato crédito a los bancos, cuya consecuencia es imprimir mucho dinero. De hecho, eso es exactamente lo que lleva haciendo la Reserva Federal de Estados Unidos a un ritmo frenético desde que se desatara el pánico en 2008. Como esta política puede generar muchos problemas en las economías, algunos economistas creen que se debería volver a implantar el patrón oro.

Es a partir de Bretton Woods cuando el FMI se constituye en la institución central del sistema monetario internacional, es decir, el sistema de pagos internacionales y tipos de cambio de las monedas nacionales que permite la actividad económica entre los países. Es, asimismo, la autoridad estadística mundial en materia de balanza de pagos y reserva monetaria internacional. De acuerdo con el FMI, la reserva monetaria es un conjunto de activos externos de disposición inmediata y bajo el control de las autoridades monetarias que sirve para los siguientes propósitos:

- i. Fomentar la cooperación monetaria internacional.
- ii. Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional.
- iii. Fomentar la estabilidad cambiaria, procurar que los países miembros mantengan regímenes de cambios ordenados y evitar depreciaciones cambiarias competitivas.
- iv. Coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes que se realicen entre los países miembros, y eliminar las restricciones cambiarias que dificulten la expansión del comercio mundial.
- v. Infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición temporalmente y con las garantías adecuadas los recursos generales del Fondo, dándoles así oportunidad de corregir los desequilibrios de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas perniciosas para la prosperidad nacional o internacional.
- vi. De acuerdo con lo que antecede, acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros.

Dados los propósitos anteriores, se requiere que la reserva internacional tenga ciertos atributos. Concretamente, para que un activo sea considerado, la reserva internacional debe estar denominada en una moneda extranjera que sea convertible o de aceptación generalizada como medio de pago internacional. De no cumplir estas características, los activos difícilmente podrán saldar pagos externos o ser útiles para influir en el mercado

de cambios. De la misma forma, tampoco podrían ayudar a generar confianza en la moneda local. Claramente, el mismo saldo de base monetaria tendrá mayor percepción de respaldo cuanto esté correspondido más con activos en moneda extranjera que sean generalmente aceptados en el mundo, que con activos en moneda nacional.

Al adentrarse en los tipos de activos que cumplen con los atributos anteriores, se llega a una lista de instrumentos que típicamente son susceptibles de integrar la reserva internacional. De acuerdo con el FMI, la reserva monetaria se compone de los siguientes rubros:

- i. Oro monetario. Se refiere al oro que es propiedad de la autoridad monetaria.
- ii. Derechos especiales de giro (DEG), cuyo valor se fija diariamente en función de una cesta de cuatro monedas principales: euro, yen japonés, libra esterlina y dólar de Estados Unidos. La composición de la cesta se revisa cada cinco años para comprobar que sigue siendo representativa de las monedas utilizadas en las transacciones internacionales y que la ponderación asignada a las monedas es reflejo de su importancia relativa en los sistemas de comercio y financiero mundiales. Son activos de reserva internacional creados por el FMI para complementar las reservas oficiales de los países miembros.
- iii. Posición de reserva en el FMI. Es la suma de:
  - a. Derechos especiales de giro (DEG) y divisas que un país miembro del FMI puede girar con previo aviso y sin condiciones contra su “tramo de reserva”.<sup>2</sup> Reservas internacionales y liquidez en moneda extranjera. Pautas para una planilla de datos, y
  - b. Deuda del FMI contraída con un país miembro y que puede disponerse de inmediato.
- iv. Otros activos de reserva. Son activos líquidos que la autoridad monetaria dispone de inmediato y que no se encuentran en las categorías anteriores. Por ejemplo, este rubro incluye depósitos disponibles a la vista y que se mantienen en bancos centrales extranjeros, el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) y otros bancos; valores en divisas convertibles y emitidos por entidades no residentes en el país; posiciones netas a valor de mercado en derivados financieros frente a no residentes en el país; préstamos a corto plazo en moneda extranjera exigibles a la vista, concedidos por la autoridad monetaria a entidades no bancarias no residentes; y activos líquidos y de disposición inmediata provenientes de acuerdos de recompra (reportos).

De la descripción anterior se desprende que la clase de instrumentos que puede ser considerada como reserva internacional es relativamente estrecha y excluye un gran número de activos. Concretamente, no se considera como reserva internacional a ac-

---

2. De acuerdo con el FMI: “Los saldos en el tramo de reserva en el FMI son activos líquidos de los países miembros del FMI, derivados no sólo de los pagos de activos de reserva por suscripción de cuotas, sino también, en el caso de los países miembros con fuerte posición externa, de la venta de sus monedas por parte del FMI para satisfacer la demanda de recursos del propio FMI que tengan otros países miembros para reforzar su balanza de pagos”.

tivos tales como inversiones en territorio nacional ni en moneda nacional; activos fijos como serían escuelas, hospitales, carreteras, plataformas petroleras, etc.; instrumentos de dudosa calidad crediticia o de baja liquidez, entre otros.

La razón para excluir estos activos radica en la necesidad de contar con recursos líquidos en moneda extranjera. En una situación de desequilibrio en la balanza de pagos se requiere que los activos en los que se invierte la reserva sean fácilmente convertibles en medios de pago para liquidar obligaciones en moneda extranjera de manera expedita. Asimismo, es indispensable que los activos que conforman la reserva internacional no sean emitidos por entidades mexicanas pues, de lo contrario, en caso de enfrentarse a una contingencia en la balanza de pagos que aumente el riesgo de realizar inversiones en el país (riesgo país), el valor de mercado de esos activos también se vería reducido y, por tanto, no servirían adecuadamente como medio de cobertura ante tales eventos.

La variación de la reserva internacional, por convención contable, es igual al saldo de la balanza de pagos. Es decir, al final del día el neto de todas las operaciones de residentes en el país con el resto del mundo se verá reflejado en los activos externos de la autoridad monetaria. Por lo tanto, una economía puede acumular reserva internacional, *ceteris paribus*, por un balance positivo en la cuenta corriente de la balanza de pagos (mercancías y servicios); o por un balance positivo en la cuenta de capital o financiera (inversión extranjera directa y de cartera, así como endeudamiento externo neto).

¿Qué tanta reserva internacional deben mantener los bancos centrales?

Para determinar el nivel apropiado de reserva internacional se han utilizado algunos instrumentos analíticos, tanto basados en modelos teóricos completamente especificados, como enfoques empíricos basados en ciertos datos. Dentro de estos últimos destacan los llamados indicadores de suficiencia de la reserva internacional. Sin embargo, es importante reconocer de entrada que la mayoría de los bancos centrales, incluido el Banco de México, no siguen al pie de la letra algún modelo teórico para determinar el monto de su reserva. Tampoco se ciñen a algún indicador de suficiencia específico. En general los bancos centrales toman decisiones sobre el monto de reserva internacional, como en otras decisiones similares, con base en el balance de los beneficios y de los costos marginales de las reservas internacionales para cada situación o momento en el tiempo. Para este análisis se hace una consideración multifactorial de los distintos elementos que pueden afectar los costos o los beneficios de mantener reserva monetaria.

Existe una gran cantidad de modelos teóricos que resuelven el problema del saldo óptimo de reserva internacional. Estos modelos tienen diversos enfoques: los más antiguos enfatizan los flujos comerciales, y los más modernos los flujos de capital. De cualquier manera, típicamente el problema del nivel óptimo de reserva monetaria se modela con elementos comunes.

Por ejemplo, el monto de reserva internacional es un acervo de activos externos. En este sentido, el problema del saldo óptimo de reserva internacional puede tener similitud con un problema de inventarios (*buffer stock*). Otro elemento común es considerar que la reserva monetaria presta servicios de liquidez en divisas, por lo

*Cuadro 1*  
Países con mayor cantidad de reserva internacional en el mundo, de acuerdo con Central Intelligence Agency

<i>País</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
1. China	2.452.899.056.407	2.913.711.653.594	3.254.674.122.432	3.387.512.975.177	3.880.368.275.099
2. Japón	1.048.991.124.290	1.096.068.589.804	1.295.838.776.760	1.268.085.526.650	1.266.851.419.539
3. Arabia Saudita	420.983.691.698	459.313.156.024	556.570.991.484	673.739.617.131	737.796.506.890
4. Suiza	134.565.686.963	270.479.800.683	330.585.901.719	531.302.253.382	536.235.292.234
5. Rusia	439.341.751.138	479.222.291.459	497.410.247.573	537.816.373.775	509.692.081.493
6. Estados Unidos	404.098.902.069	488.928.295.253	537.267.272.428	574.268.090.541	448.508.967.142
7. Brasil	238.539.463.013	288.574.603.560	352.010.241.721	373.160.978.076	358.816.426.347
8. Corea	270.437.144.222	292.143.480.407	306.934.543.258	327.724.416.297	345.694.101.316
9. Hong Kong	255.840.862.500	268.743.168.500	285.398.502.318	317.362.272.184	311.209.660.738
10. India	284.682.885.686	300.480.145.804	298.739.485.811	300.425.518.088	298.092.483.487
11. Singapur	192.046.028.569	231.259.737.737	243.798.278.361	265.910.197.870	277.797.712.875
12. Argelia	155.111.906.162	170.461.126.575	191.369.117.586	200.586.904.406	201.436.605.684
13. Alemania	179.040.269.400	215.977.859.080	234.104.163.354	248.856.492.402	198.535.181.129
14. México	99.888.813.656	120.583.999.941	149.208.131.605	167.075.785.815	180.200.037.032
15. Tailandia	138.419.118.417	172.027.929.604	174.891.027.448	181.481.264.214	167.230.224.743
16. Italia	131.496.912.846	158.478.269.235	169.872.401.864	181.670.319.828	145.724.517.429
17. Francia	131.785.826.998	165.852.027.739	168.490.352.254	184.521.827.260	145.161.120.116
18. Malasia	96.704.053.355	106.528.115.589	133.571.691.894	139.730.782.870	134.853.703.846
19. Turquía	74.933.099.386	85.959.456.531	87.937.258.383	119.182.966.095	131.053.848.307
20. Libia	103.753.848.615	106.144.240.867	110.538.568.687	124.647.554.387	119.714.243.055
21. Polonia	79.521.598.778	93.472.496.388	97.712.443.397	108.902.203.765	106.221.492.601
22. Reino Unido	66.550.201.177	82.364.656.565	94.544.038.250	105.194.404.564	104.418.669.118

*Nota:* el total de reservas incluye las tenencias de oro monetario, derechos especiales de giro, reservas de los miembros del FMI que mantiene el FMI y tenencias de divisas bajo el control de autoridades monetarias. El componente de oro de estas reservas se valora a los precios de fin de año (31 de diciembre) de Londres. Datos en US\$ a precios actuales.  
Fuente: Central Intelligence Agency.

que enfoques similares a los de la demanda de dinero suelen ser utilizados. En este contexto, se puede pensar que el principal beneficio de reserva internacional es de tipo precautorio, por lo que el problema de su saldo óptimo se convierte en un problema de un autoaseguro. Finalmente, prácticamente todos los modelos comparten el hecho de que se incurre en distintos costos para poder adquirir y mantener el saldo de reserva internacional.

La condición de optimalidad es canónica. Modificar el saldo de reserva internacional en tanto se alcance:

Beneficio marginal de reserva monetaria = costo marginal de reserva monetaria.

La evolución de los modelos sobre la optimalidad de las reservas internacionales refleja también las distintas etapas de la integración de los mercados y las fuentes de variabilidad en la balanza de pagos:

1. Movilidad de bienes y servicios: demanda de reserva monetaria por motivos comerciales.
2. Movilidad de capital: demanda de reserva internacional por motivos financieros.

*¿Cuáles son los beneficios de la reserva monetaria?*

1. Representa liquidez como medio de pago.
2. Una reserva monetaria alta señala una posición financiera sólida.
3. Mejora el acceso a mercados globales de capital para todos los emisores.
4. Disminuye el costo de financiamiento externo (mejores calificaciones).
5. Facilita la intervención en el mercado de cambios para contrarrestar:  
Desequilibrios en la demanda/oferta de divisas.  
Presiones especulativas transitorias.

## **Las reservas internacionales en México**

El Banco de México establece que las reservas internacionales:

Son activos financieros que el banco central invierte en el exterior y que pueden ser fácilmente convertidos en medios de pago. Su característica principal es la liquidez; es decir, la capacidad de los activos que la integran para saldar rápidamente obligaciones de pago fuera de nuestro país.

En general, sólo los activos propiedad del Banco Central pueden considerarse como reserva internacional. En el caso de México, estos activos son propiedad del Banco de México y de acuerdo con el artículo 18 de su propia Ley, el objetivo de contar con una reserva internacional es el de contribuir a la estabilidad de precios mediante la compensación de desequilibrios en la balanza de pagos; esto es, diferencias entre los ingresos y egresos de divisas (monedas distintas al peso mexicano) al país. Así, las reservas internacionales funcionan como un seguro para afrontar contingencias que podrían reflejarse en una disminución de los flujos comerciales o de capital de la balanza de pagos, generados principalmente por desequilibrios macroeconómicos y financieros, ya sean de origen interno o externo. Las crisis causadas por la contracción en la actividad económica o en el comercio internacional,

quiebras bancarias, escasa liquidez en los mercados financieros, encarecimiento del crédito, entre otros, son ejemplos de desequilibrios macroeconómicos y financieros.

*La composición de las reservas internacionales.* Para que un activo financiero sea considerado como parte de la reserva internacional tiene que cumplir con ciertos atributos. En el caso de México, estos activos deben cumplir con lo que establece el artículo 19 de la Ley del Banco de México, el cual estipula que la reserva internacional se constituye por las divisas y el oro propiedad del banco central. Estos activos deben estar libres de cualquier impuesto y tener libre disponibilidad. Se trata de activos que representan obligaciones de pago de entidades no residentes en México, por ejemplo depósitos en instituciones financieras del exterior, y deben estar denominados en monedas extranjeras de libre convertibilidad; es decir, monedas que se pueden cambiar por las monedas de los demás países sin ninguna limitación y por lo tanto, no tienen restricciones para liquidar transacciones internacionales, por ejemplo, el dólar estadounidense o el euro.

En el artículo 20 de la misma Ley se establece que las divisas que forman parte de las reservas internacionales en México son únicamente:

Los billetes y monedas metálicas extranjeros;

Los depósitos, títulos y valores pagaderos fuera del territorio nacional, considerados de primer orden en los mercados internacionales; esto es, que tengan relativamente una alta calificación crediticia por parte de las agencias especializadas, y de amplia liquidez, denominados en moneda extranjera y a cargo de gobiernos de países distintos a México, de organismos financieros internacionales o de entidades del exterior, siempre que sean exigibles a plazo no mayor de seis meses, por ejemplo, los títulos de deuda y notas del Tesoro de Estados Unidos;

Los créditos a cargo de bancos centrales, exigibles a plazo no mayor de seis meses, cuyo servicio esté al corriente, tales como créditos que el Banco de México ha otorgado ocasionalmente a algunos bancos centrales de países de América Latina; y

Los derechos especiales de giro (DEG) del Fondo Monetario Internacional.

En México, las reservas internacionales se integran por activos financieros denominados en las divisas de mayor importancia en los mercados internacionales, tales como dólares de Estados Unidos, euros o yenes japoneses, entre otras. Asimismo, los instrumentos financieros en que se invierte la reserva internacional, son los títulos de deuda de los países cuyas monedas se incluyen como divisas, así como los valores emitidos por organismos internacionales, instituciones bancarias y agencias respaldadas por gobiernos extranjeros. Adicionalmente, la reserva internacional puede invertirse en depósitos a plazo y a la vista que se constituyan en bancos del exterior que cumplan con ciertos requisitos establecidos por el Banco de México. Para que los instrumentos de deuda formen parte de los activos elegibles para inversión y las instituciones bancarias estén dentro de la lista de contrapartes autorizadas, se requiere que sean reconocidos como de primer orden, como se definió anteriormente.

*Reservas internacionales y régimen cambiario.* Las reservas internacionales son un instrumento de gran importancia para la política macroeconómica. En particular, tienen una estrecha relación con la política cambiaria, pues las operaciones de compra-venta de divisas que realice el banco central pueden afectar las condiciones del mercado cambiario. En la medida en que el banco central puede llegar a ser un oferente o demandante importante en dicho mercado, las intervenciones del banco central podrían llegar a influir en el tipo de cambio; por ejemplo, las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario durante 2008 y 2009 redujeron la volatilidad del tipo de cambio.

En general, la necesidad de mantener reservas internacionales es mayor para las economías que adoptan un régimen de tipo de cambio fijo, que para las que prefieren un régimen de flotación cambiaria. Bajo un régimen de tipo de cambio fijo se requiere una cantidad elevada de reservas internacionales, ya que en este régimen el banco central establece un valor para el tipo de cambio e interviene en el mercado comprando o vendiendo divisas para mantenerlo constante, tal y como estuvo vigente en México de 1954 a 1976. Por otro lado, bajo un régimen de tipo de cambio flotante, como el vigente en México a partir de diciembre de 1994 y hasta nuestros días, las reservas internacionales pueden ser menores pues éstas se utilizan esporádicamente para facilitar el ajuste ordenado del mercado cambiario, ya que en este caso el valor del tipo de cambio se determina por la libre oferta y demanda.

### **Fuentes y usos de las reservas internacionales**

En el caso de México, la política para el uso de las reservas internacionales es facultad exclusiva de la Comisión de Cambios. Esta Comisión se integra por miembros de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (el secretario y el subsecretario del ramo, así como otro funcionario de esa dependencia designado por el titular de la misma) y del Banco de México (el gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno designados por éste). Así, la Comisión de Cambios ha dispuesto que el régimen cambiario sea de libre flotación. Por lo tanto, la política de acumulación de reservas internacionales está determinada por la relación institucional que guarda el Banco de México con las entidades del sector público (como Petróleos Mexicanos y el Gobierno Federal) y lo establecido por la citada Comisión respecto a las operaciones de compra o venta de divisas por parte del banco central en el mercado de cambios (intervenciones), como se detalla más adelante. En particular, se ha procurado que tales intervenciones se lleven a cabo con base en reglas claras y transparentes y siempre a precios de mercado.

De acuerdo con el artículo 34 de la Ley del Banco de México, Petróleos Mexicanos (Pemex) (oferente neto de divisas) debe vender directamente al Banco de México los dólares producto de sus ventas de petróleo, lo que implica que Pemex es la principal fuente de divisas que conforma la reserva internacional. Ocasionalmente el Gobierno Federal también vende dólares al Banco de México, debido a su endeudamiento externo. Otra fuente importante de divisas proviene de la política de acumulación de reservas internacionales que, en su caso, determine la Comisión de Cambios cuando instruye al Banco de México a comprar divisas en el mercado cambiario.

Por otro lado, el principal uso que se da a la reserva internacional ocurre cuando se venden dólares al Gobierno Federal (demandante neto de divisas) con la finalidad de realizar los pagos del servicio de su deuda externa y otras compras en el exterior. Otro uso se da cuando la Comisión de Cambios determina la implementación de una política de menor ritmo de acumulación de reservas internacionales a través de la venta de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de México, como sucedió en el periodo comprendido de 2003 a 2008, cuando la Comisión de Cambios anunció que el Banco de México vendería directamente en el mercado cambiario una parte de los flujos de divisas que podían potencialmente incrementar el nivel de las reservas internacionales.

## Nivel adecuado de reservas internacionales

El nivel adecuado de las reservas internacionales de un país varía en función de las circunstancias por las que atraviesa en un momento determinado y por lo tanto no es constante a lo largo del tiempo. El monto adecuado de reservas internacionales depende del balance que se obtenga entre los beneficios y los costos asociados a mantenerlas. Entre los beneficios obtenidos por mantener elevados niveles de reserva internacional se encuentra la percepción acerca de la fortaleza de la moneda de un país y de la solidez de la posición financiera de su economía para hacer frente a sus obligaciones con el resto del mundo. Lo anterior mejora la percepción del riesgo país por parte de agencias calificadoras, analistas y participantes en el mercado.

Sin embargo, de estos beneficios deben descontarse los costos asociados a la reserva internacional. Cuesta mantener la reserva invertida en instrumentos financieros extremadamente líquidos (tales como notas del Tesoro de Estados Unidos), en lugar de invertirla en instrumentos que otorguen mayor rendimiento (por ejemplo, inversiones a más largo plazo). Adicionalmente, una acumulación excesiva de reservas tiene que ser financiada con diversos pasivos emitidos por el banco central (pasivos de regulación monetaria). Si la tasa interna (tasa de interés denominada en moneda local) que el Banco de México debe pagar por esos pasivos es superior a la tasa externa (tasa de interés denominada en divisa) que recibe por el rendimiento promedio de los activos de reserva, se genera un costo para el banco central.

Durante el sexenio de la administración de Vicente Fox Quesada se alcanzaron niveles históricos, tomando en cuenta el comportamiento de los sexenios anteriores, dado que de 40,091.20 millones de dólares en 2001 éstas subieron a 67,679.70, representando un aumento de 93.757%. Esto se debió sobre todo a los elevados precios del petróleo, a la entrada de mayores remesas que envían los trabajadores mexicanos en el exterior, a la entrada creciente de inversión extranjera directa y de cartera, que llevaron a un acelerado crecimiento de las reservas internacionales netas del país. Cabe destacar que 84% de las reservas brutas totales acumuladas al 17 de junio de 2005 (equivalentes a 52 mil 763 millones de dólares) estaban invertidas en bonos (valores de renta fija) y hasta esa fecha habían generado rendimientos por 304 millones de dólares.

*Cuadro 2*  
Reserva monetaria en México 2001-2006

2001	2002	2003	2004	2005	2006
40,091.20	46,098.70	56,085.70	61,496.30	68,668.90	67,679.70

Fuente: SHCP y Banco de México. [www.hacienda.gob.mx](http://www.hacienda.gob.mx)

*Cuadro 3*  
Precio promedio anual en dólares/barril. Mezcla mexicana de petróleo crudo 2001-2006

2001	2002	2003	2004	2005	2006
24.19	27.32	30.87	37.57	49.8	60.34

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006.

*Cuadro 4*

Exportaciones de petróleo crudo volumen en miles de barriles, 2001-2006

2001	2002	2003	2004	2005	2006
640,813	622,370	673,033	682,671	663,250	654,345

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006.

*Cuadro 5*

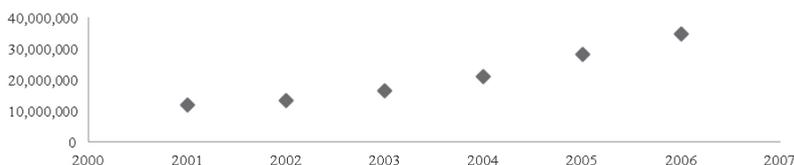
Valor de las exportaciones de petróleo crudo en miles de dólares, 2001-2006

2001	2002	2003	2004	2005	2006
11,927,695	13,395,000	16,676,276	21,257,940	28,311,065	34,704,530

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 y 2006.

*Gráfica 1*

Valor de las exportaciones de petróleo crudo en miles de dólares, 2001-2006



Fuente: elaboración propia con base a datos de la Secretaría de Energía, Sistema de Información Energética, Instituto Mexicano del Petróleo.

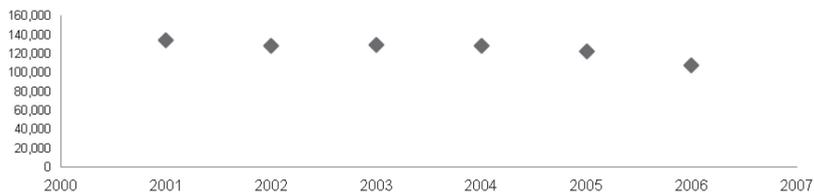
*Cuadro 6*

Deuda externa del sector público, sector privado y sistema bancario  
 en millones de dólares (2001-2006)

2001	2002	2003	2004	2005	2006
133,998	128,713	129,163	128,001	122,656	107,640

Fuente: SHCP y Banco de México. [www.hacienda.gob.mx](http://www.hacienda.gob.mx)

*Gráfica 2*  
 Deuda externa



Fuente: elaboración propia con base en datos de la SHCP, con cifras de UCP y Banco de México. [www.hacienda.gob.mx](http://www.hacienda.gob.mx)

Cabe resaltar que una proporción de las reservas fue utilizada en el pago de deuda externa, pagos de intereses al Fondo Monetario Internacional, Pemex (para que hiciera frente a sus compromisos adquiridos en el exterior en moneda extranjera) e intervenciones del Banco de México para preservar el valor del peso y para otro tipo de operaciones.

En marzo de 2003, la Comisión de Cambios definió un mecanismo cuyo objetivo era reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, que consistió en la subasta diaria de una cantidad fija de dólares, calculada en función de la acumulación neta de reservas de los trimestres previos, una vez consideradas las ventas realizadas a través de ese esquema.

En marzo de 2004 dicha Comisión realizó algunas adecuaciones a este mecanismo para que los montos diarios a vender fuesen más estables, lo que modificó la distribución de las ventas de dólares en el tiempo, mas no el monto total de dólares que se subastaría. Así, a partir del trimestre mayo-julio de 2004, de 50% del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas de divisas en ese mismo periodo, se subastaba la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes.

### **El comportamiento de las reservas internacionales 2006-2012 (periodo del presidente Felipe Calderón Hinojosa)**

De acuerdo con Jorge Ramos, en su comentario de Imagen radio:

Al 30 de noviembre de 2006, un día antes de que Calderón rindiera protesta como presidente constitucional de los Estados Unidos Mexicanos, las reservas internacionales del Banco de México sumaban 67 mil 679.70 millones de dólares y al 21 de septiembre de 2012, 160 mil 910 millones de dólares. Es decir, en la administración del presidente Felipe Calderón, las reservas internacionales crecieron en 93 mil 230.30 millones de dólares, representando 57.939%, en términos nominales, respecto a la cifra original con la que el mandatario saliente inició su gobierno. Al decir de las autoridades, es tal la solidez macroeconómica de México, que además cuenta con una línea de crédito flexible del Fondo Monetario Internacional por 75 mil millones de dólares que, junto con las reservas, suman 235 mil 910 millones de dólares para hacer frente a cualquier contingencia. Esa cantidad alcanzaría para cubrir casi dos veces el monto de la deuda externa neta, que según el informe de la Secretaría de Hacienda, a julio de 2012 ascendía a 121 mil 942.7 millones de dólares, o bien, poco más de la mitad de la deuda neta total (interna y externa) del sector público, que hasta julio del mismo año sumó 384 mil 850.4 millones de pesos.

El presidente Felipe Calderón, a principios de julio de 2012, presumía que había dos y medio más dólares, en las arcas del Banco de México, en reservas internacionales, para cubrir la deuda externa del Gobierno Federal que actualmente asciende a 65 mil 359 millones. Si se usaran las reservas internacionales para pagar el total de la deuda externa del sector público, que para noviembre de 2012 —que alcanzó un máximo histórico de 122 mil 132 millones y que es 123% mayor que hace seis años— sólo se necesitaría 75.88% de lo acumulado para cubrir esta deuda; pero si se quisiera pagar el total de la deuda externa bruta de México (la deuda externa bruta comprende las deudas del sector público, del Go-

bierno Federal, la del sector bancario y otros sectores) que para noviembre de 2012, según cifras del Banco de México, ésta alcanzó la cifra de 218 mil 252 millones de dólares, el total de las reservas apenas alcanzarían para cubrir 73.75% del total de esta deuda.

A partir de 2009 el Banco de México implementó una serie de medidas respecto al manejo de las reservas internacionales y su impacto en el tipo de cambio:

- Venta diaria de 100 mdd a través de un mecanismo de subastas instrumentado por el Banco de México.
- La subasta de 400 millones de dólares por día se vio reducida a 300 millones de dólares, continuando subastando a un tipo de cambio mínimo de 2% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.
- Se mantuvo la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas si las circunstancias de mercado lo requirieran.

Las divisas que se vendieron proveyeron de captación neta de divisas por parte del sector público durante 2009 alrededor de 19 mil millones de dólares. La inyección por seis mil mdd al mercado el día 10 de octubre de 2008 redujo la cotización del peso frente al dólar en alrededor de 5%, la cual pasó de 13.09 a 12.37 pesos por dólar; ésta fue la intervención más importante durante el mes de octubre.

El tipo de cambio descendió a un nivel promedio de 12.80 pesos por dólar entre el 29 de octubre y el 4 de noviembre. Posteriormente, el valor del peso respecto al dólar continuó elevándose de acuerdo con las fuerzas del mercado, no siendo tan relevantes las intervenciones por parte del Banco de México, correspondiendo éstas a la subasta regular por 400 mdd diarios.

*Cuadro 7*  
Reserva monetaria en México, 2007-2012

2007	2008	2009	2010	2011	2012
77,894.00	85,274.00	90,838.00	113,597.00	140,487.00	163,226.00

\* Reserva monetaria al 14 de enero de 2014.

Fuente: CEFP 2014, 14 de enero, Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados con base en datos del Banco de México.

*Cuadro 8*  
Precio promedio anual en dólares/barril. Mezcla mexicana de petróleo crudo, 2007-2012

2007	2008	2009	2010	2011	2012
67.4	92.37	61.07	75.91	102.75	102.09

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.

*Cuadro 9*

Exportaciones de petróleo crudo, volumen en miles de barriles, 2007-2012

2007	2008	2009	2010	2011	2012
615,458	512,235	447,283	496,596	488,402	458,286

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.

*Cuadro 10*

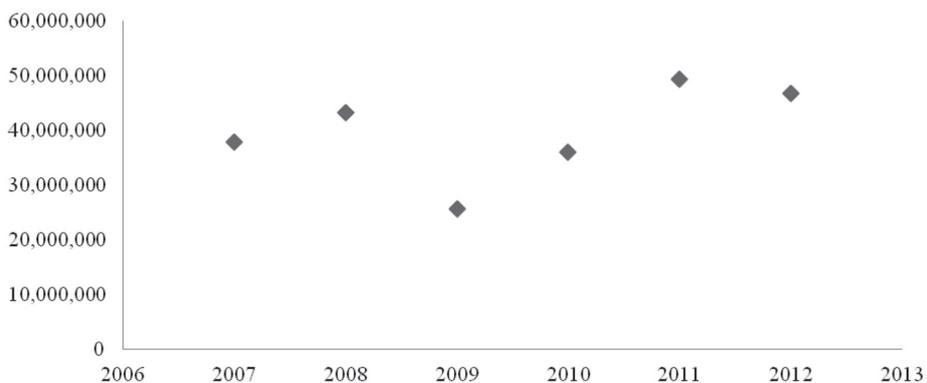
Valor de las exportaciones de petróleo crudo en miles de dólares, 2007-2012

2007	2008	2009	2010	2011	2012
37,946,695	43,324,110	25,693,244	35,985,417	49,322,251	46,788,132

Fuente: Pemex, *Anuarios estadísticos* 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.

*Gráfica 3*

Valor de las exportaciones de petróleo crudo en miles de dólares, 2007-2012



Fuente: elaboración propia con base en datos de la Secretaría de Energía, Sistema de Información Energética, Instituto Mexicano del Petróleo.

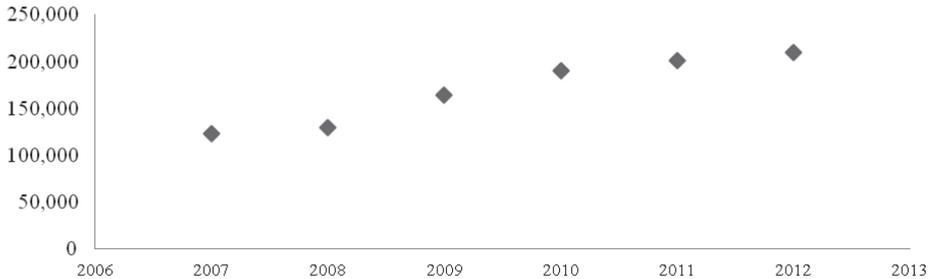
*Cuadro 11*

Deuda externa del sector público, sector privado y sistema bancario en millones de dólares (2007-2012)

2007	2008	2009	2010	2011	2012
123,094	129,883	163,801	190,143	201,344	210,358

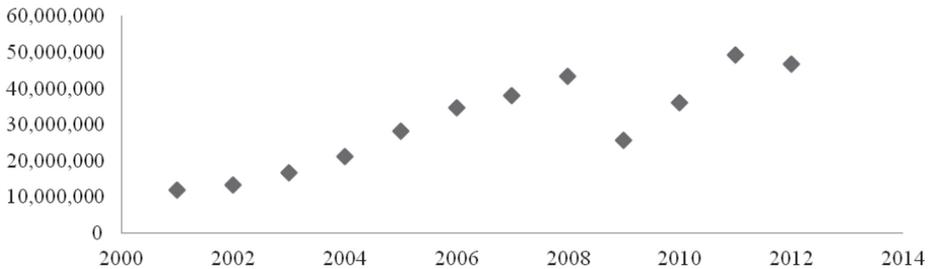
Fuente: SHCP y Banco de México. [www.hacienda.gob.mx](http://www.hacienda.gob.mx)

*Gráfica 4*  
Deuda externa



Fuente: elaboración propia con cifras de SHCP y Banco de México.

*Gráfica 5*  
Valor de las exportaciones de petróleo crudo en miles de dólares, 2001-2012



Fuente: elaboración propia con base en datos de Pemex, *Anuarios estadísticos* 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 y 2012.

El gobierno del presidente Enrique Peña Nieto recibió de su antecesor, Felipe Calderón Hinojosa, 163,226 millones de dólares, aumentando en 2013 a 176,526. El Banco de México contabiliza al 5 de diciembre de 2014 una reserva internacional de 192,297.8 millones de dólares, recursos que sumados a los 73 mil millones de la “línea de crédito flexible” que renovó el Fondo Monetario Internacional con México, conforman un blindaje financiero de aproximadamente 235 mil millones de dólares. Además, se cuenta con un tipo de cambio flexible que ha permitido amortiguar los efectos de las crisis globales; tasas de interés de 4.5%, cerca de sus mínimos históricos, y precios internacionales del petróleo que acumulan tres años en torno a cien dólares por barril. La moneda nacional ha regresado a los escenarios mundiales con cotizaciones en los mercados de futuros más importantes del planeta.

El peso fue factor de ajuste en los relevos presidenciales durante mucho tiempo; en el reciente cambio de administración no fue tomado en consideración como un elemento de riesgo que pudiera provocar una estampida en su contra.

Las tasas de interés son quizá la variable más estable con la que cuentan hoy las autoridades financieras mexicanas; el control de la inflación y los flujos foráneos hacia los mercados nacionales contribuyen en gran medida a su marcada estabilidad.

También se tiene el grado de inversión; un riesgo del país a la baja, en torno a 136 puntos base, y una bolsa de valores con un comportamiento ascendente, que ha colocado a su principal indicador cerca de sus máximos históricos de 42 mil 500 puntos.

El gobierno de Enrique Peña, mientras enfrenta una crisis social, ahora le deberá sumar una baja del precio internacional del petróleo. Cada dólar que cae el precio del barril de petróleo recorta aproximadamente 300 millones de dólares a la recaudación de la Secretaría de Hacienda; hasta el momento, el recorte neto a la estimación presupuestal es de mil millones de dólares. Es un golpe duro, porque la caída en ingresos gubernamentales puede llegar a 5%, pero la situación es aún manejable. El principal temor de los analistas es que una exposición prolongada a precios bajos del petróleo tentará al Gobierno a endeudarse, aun cuando la deuda fiscal actual ya es una de las más altas en años.

Las secretarías de Hacienda y de Energía han enviado señales tranquilizadoras a inversionistas y ciudadanos. Pasando a la acción, han ajustado el precio esperado por barril de 82 a 79 dólares. Además, con el objetivo de que ya no haya más cambios en el presupuesto, se han pagado 773 millones de dólares en coberturas para blindar 100% de los ingresos petroleros para el año 2015, en caso de que bajen de los 76 dólares por barril.

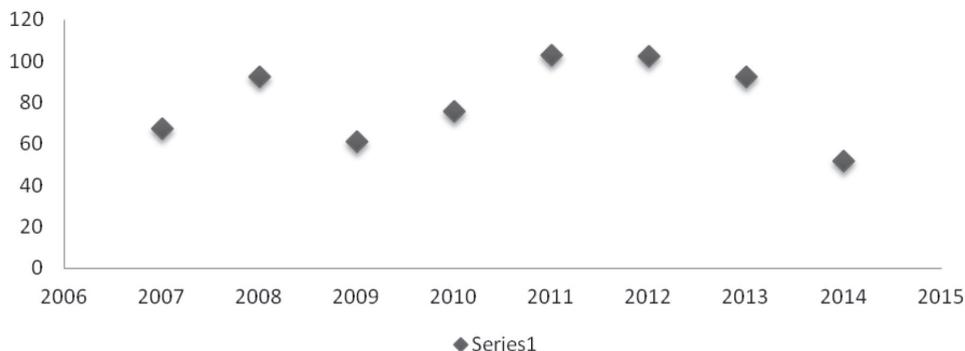
Cuadro 12

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
67.4	92.37	61.07	75.91	102.75	102.09	92.51	\$51.62

Nota: precio mezcla mexicana (MME) - Pemex publica la cotización diaria después de las 6:00 pm.  
Fuente: Portalweb.sgm.gob.mx

Gráfica 6

Precio mezcla mexicana al 12 de diciembre de 2014 (MME) 2007-2014



Fuente: elaboración propia con base en datos del Portalweb.sgm.gob.mx

## Conclusiones

En un entorno más abierto y con petróleo a precios bajos, la mayoría de las compañías tradicionales de exploración, producción y servicios petroleros verán una caída en sus ingresos que las pondrá en riesgo financiero, por lo que la mejor reacción es recortar las inversiones y evaluar alianzas o fusiones con otras empresas. En cambio, las grandes compañías como Pemex tienen menos opciones que las empresas pequeñas o las empresas en industrias menos reguladas, por lo que la mejor reacción es producir más para tapar boquetes, así como replantear y actualizar los planes de inversión y operación.

Los principales problemas a resolver en Pemex son menor producción de crudo, menor exportación y bajos precios de venta. Por ejemplo, septiembre fue el mes con la segunda peor producción petrolera en 10 años, en el que se extrajeron 2,364 millones de barriles por día. El promedio de producción anual ha caído en 95 mil barriles por día. De acuerdo con el INEGI, los ingresos por exportaciones petroleras en octubre se desplomaron 21% respecto al mismo mes en 2013. Además, entre julio y septiembre Pemex perdió 4.4 mil millones de dólares, mucho más que los tres mil millones de pérdida en el mismo periodo del año pasado (INEGI, 2014).

Ya que acelerar la producción no es factible de forma inmediata, la segunda mejor solución, por ahora, es diversificar los mercados. Sin embargo, países devoradores de petróleo como China, India, Japón, Corea del Sur y Alemania se han estancado en su consumo. Simultáneamente, México observa que el petróleo de Estados Unidos es más interesante para el mercado internacional, por sus excedentes en reservas; se estima que su producción crecerá 12% el año que viene. De acuerdo con la Asociación Internacional de Energía, de seguir así los precios, las inversiones estadounidenses en mercados globales caerán a partir de 10% el próximo año.

La forma que tiene México para acumular divisas no se debe a un superávit en la balanza comercial o a que se tenga un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, como lo hace China con un tipo de cambio fijo, sino que esta acumulación de divisas extranjeras se da con la venta de petróleo, en el exterior. Tenemos que tomar en cuenta que en el sexenio de Felipe Calderón los excedentes petroleros han alcanzado un récord histórico, se calcula que solamente para este año estos excedentes son del orden de cinco mil 500 millones de dólares.

Podemos concluir que mientras en México la acumulación de divisas es por decreto, en China se hace a través de un superávit en su balanza de pagos, con un tipo de cambio fijo, con lo que las divisas excedentes son el resultado de exportar más de lo que importa ese país.<sup>3</sup>

---

3. Del texto *El mito de las reservas internacionales y la deuda externa en la economía mexicana*, de Eduardo Esquivel.

## Referencias bibliográficas

- Álvarez, R. (1986). *La contribución de J. M. Keynes al orden económico internacional de Bretton Woods*. Barcelona: Banco de España, p. 11.
- Banco de México. (s/f). *¿Qué son las reservas internacionales?* [www.banxico.org.mx/.../reservas internacionales/%7b3f01db52-8470](http://www.banxico.org.mx/.../reservas-internacionales/%7b3f01db52-8470).
- CEFP. (2009, 1 de agosto). Cámara de Diputados, H. Congreso de la Unión. Centro de Estudios de las Finanzas Públicas.
- Clift, J. (2004). *Qué es el Fondo Monetario Internacional*. Washington, DC: FMI, pp. 11 y 18.
- Gerencie.com (2012, 31 de mayo). <http://www.gerencie.com>
- Grant, J. (2011, 20 de octubre). *¿Qué es el patrón oro?* <http://economy.blogs.ie.edu/archives/>
- Kester, A. (2001). *International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Guidelines for a Data Template*. Washington, DC: FMI, p. 42.
- Ramos, J. (2012, 26 de septiembre). *Especial estabilidad y crecimiento económico, legado de Calderón*. [http://www.imagen.com.mx/especial-estabilidad-y-crecimiento-economico legado-de-calderón](http://www.imagen.com.mx/especial-estabilidad-y-crecimiento-economico-legado-de-calderon).
- Santaella, J. (2011). *México y el entrono financiero internacional en el siglo XXI*. Ponencia IMEF, pp. 3, 8 y 9.
- Urquidi, V. (1944). Bretton Woods: Un recorrido por el primer cincuentenario. *Comercio Exterior*, 44(10), pp. 3-8.