



Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Economía

“Desalineaciones, estabilidad del tipo de cambio y sus consecuencias: el caso de México 2000-2012”

Tesis

*Que para obtener el título de:
Licenciado en Economía*

P R E S E N T A

Daniel Alberto Pérez Ruiz

Director de Tesis:

Arturo Huerta González

Mexico, D.F. Marzo de 2014



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Al *Homo Sapiens*, que se niega
a desaparecer.

A Florentino, Dorian, Diego Andrés y Dorian Andrea
con quienes comparto sueños, utopías,
desencantos y realidades.

A la Universidad Nacional Autónoma de México,
que me ha visto crecer.

Al Dr. Arturo Huerta por ayudarme a crecer
en el ámbito de la economía.

A mis amigos con quienes comparto
el deseo de construir un mejor país.

A mis abuelos, tíos y tías.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	6
CAPÍTULO I. ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL: CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARA EN MÉXICO Y APRECIACIÓN CAMBIARIA.....	9
1.1 ¿REALMENTE SE TRABAJA CON UN TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE EN MÉXICO?.....	9
1.1.1 REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO, VENTAJAS DE LA LIBRE FLOTACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y EL TIPO DE CAMBIO FIJO.....	9
1.1.2 RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO EN MÉXICO ¿FLOTANTE O SEMI-FIJO?.....	13
1.1.3 EL TIPO DE CAMBIO COMO HERRAMIENTA ANTI-INFLACIONARIA.....	22
1.2 MEDICIONES DE DESALINEAMIENTO DEL PESO FRENTE AL DÓLAR.....	27
1.3 FLUJOS DE CAPITAL Y MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO.....	33
CAPÍTULO II. DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO, VULNERABILIDADES Y PÉRDIDA DE GRADOS DE LIBERTAD DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	38
2.1 LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN UN ENTORNO DE LIBRE MOVILIDAD DE MERCANCÍAS Y CAPITALES: LA SUPREMACÍA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	38
2.1.1 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: DEPENDIENTE DE FACTORES EXTERNOS.....	40
2.2 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA A CHOQUES EXTERNOS.....	45
2.2.1 EL AJUSTE EXTERNO.....	50
2.3 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: INFLUENCIA EN EL FLUJO DEL CAPITAL FINANCIERO Y CONTRIBUCIÓN A LA INESTABILIDAD FINANCIERA.....	52
2.4 REDUCCIÓN DE LOS GRADOS DE LIBERTAD DE LA POLÍTICA MONETARIA BAJO EL ACTUAL RÉGIMEN CAMBIARIO.....	56
2.4.1 RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA A LOS MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO.....	57
CAPÍTULO III. CRECIMIENTO ECONÓMICO, INFLACIÓN, APERTURA COMERCIAL Y ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN MÉXICO.....	69
3.1 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	69
3.1.1 EL TIPO DE CAMBIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA PRIMACÍA DE LA POLÍTICA CAMBIARIA.....	69
3.1.2 EL COMBATE A LA INFLACIÓN Y SU INCIDENCIA SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	72
3.1.3 APERTURA COMERCIAL, ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO.....	77
3.2 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y DESEMPLEO.....	83
3.3. EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y REFORMAS ESTRUCTURALES.....	84
CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES.....	88

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA I. VOLATILIDAD DE INDICADORES SELECCIONADOS.....	19
TABLA II. APRECIACIÓN DEL PESO MEXICANO FRENTE AL DÓLAR Y EVOLUCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS 1996-2012.....	29
TABLA III. TIPO DE CAMBIO TEÓRICO: DIFERENTES BASES.....	30
TABLA IV. FLUJOS DE DIVISAS 2000-2012.....	34
TABLA V. ENTRADA DE DIVISAS 2000-2012.....	42
TABLA VI. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES E ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL.....	49
TABLA VII. CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO REAL Y APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO 2000-2012.....	75
TABLA VIII. APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL 1996-2012.....	79
TABLA IX. PIB, MANUFACTURAS, IMPORTACIONES Y CONSUMO 2004-2012.....	82

ÍNDICE DE GRÁFICAS

GRÁFICO I. TASAS DE INTERÉS DE MÉXICO Y ESTADOS UNIDOS 1994-2012.....	25
GRÁFICO II. TIPOS DE CAMBIO: NOMINAL Y TEÓRICOS 1996-2012.....	31
GRÁFICO III. MARGEN DE SOBREVALUACIÓN DEL PESO MEXICANO 1997-2012.....	33
GRÁFICO IV. APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y CUENTA DE CAPITAL.....	35
GRÁFICO V. ÍNDICE DE PRODUCTIVIDAD LABORAL EN EL SECTOR MANUFACTURERO 2000-2008.....	41
GRÁFICO VI. COEFICIENTE DE IMPORTACIONES Y BALANZA COMERCIAL TOTAL 2003-2012.....	42
GRÁFICO VII. COMPOSICIÓN DE LA ENTRADA DE DIVISAS 2000-2012.....	42
GRÁFICO VIII. BALANZA COMERCIAL PETROLERA Y MEZCLA MEXICANA 2000-2012.....	47
GRÁFICO IX. BALANZA COMERCIAL TOTAL, BALANZA COMERCIAL NO PETROLERA Y BALANZA COMERCIAL PETROLERA 2000-2012.....	48
GRÁFICO X. RESERVAS INTERNACIONALES, LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE Y LÍNEA SWAP 2000-2012.....	56
GRÁFICO XI. TASA DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL 2000-2012.....	59
GRÁFICO XII. TIPO DE CAMBIO NOMINAL MENSUAL 2008-2012.....	61
GRÁFICO XIII. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL/PIB 2000-2011.....	76
GRÁFICO XIV. EXPORTACIONES E IMPORTACIONES COMO PROPORCIÓN DEL PIB 2003-2012.....	80
GRÁFICO XV. RELACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO 2000-2012.....	81
GRÁFICO XVI. PIB MANUFACTURERO COMO PROPORCIÓN DEL TOTAL Y TASAS DE CRECIMIENTO 2000-2012.....	82
GRÁFICO XVII. APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y DESEMPLEO 2000-2012.....	83

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA I. TRINIDAD IMPOSIBLE.....	57
FIGURA II. MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA.....	74

INTRODUCCIÓN

El régimen de libre flotación del tipo de cambio vigente a partir de diciembre de 1994 en México, poco se diferencia del régimen de bandas cambiarias que predominó de 1991 a 1994. En realidad, no se ha dejado flotar el tipo de cambio y éste no ha sido determinado libremente en el mercado sin la intervención de las autoridades monetarias.

Más bien, el banco central y la Comisión de Cambios han hecho uso de las dos principales herramientas -tasa de interés y reservas internacionales- para incidir sobre la determinación del tipo de cambio, tratando así de mantener dicha variable relativamente estable con miras a que ello no tenga un impacto significativo sobre precios.

En la era moderna, los mercados cambiarios se han caracterizado por mostrar un número de transacciones cambiarias con motivos financieros extremadamente mayores que multiplican el volumen operado por transacciones comerciales. El caso de México no ha sido la excepción dada su condición de economía abierta, puesto que los flujos de capital se han convertido en la fuerza dominante para fijar los tipos de cambio lo que ha repercutido en una sobrevaluación nominal cambiaria. Esto coloca a la economía nacional en un contexto de vulnerabilidad, trayendo consigo fuertes consecuencias en la economía real.

El análisis del tipo de cambio cobra relevancia en un escenario de libre movilidad de mercancías y capitales, pues es de los precios más importantes para una economía ya que juega el papel de incentivo para la producción nacional tanto como para colocarlos en el mercado nacional como en el externo. Así mismo la política cambiaria adquiere importancia ante la eliminación de aranceles y subsidios como bien señala Frenkel (2008).

Una de las cuestiones que llevan a estudiar la estabilidad y las desalineaciones del tipo de cambio, son los efectos que dichas distorsiones generan sobre la economía. Bello *et al.* (2010) señalan que las desalineaciones del tipo de cambio real afectan el proceso de asignación de recursos en las economías puesto que ello altera la rentabilidad relativa entre actividades transables y no transables.

En la presente investigación se utiliza la metodología empleada por Calvo y Reinhart (2002) para el cálculo de la volatilidad del tipo de cambio como de las reservas internacionales y la tasa de interés. Por otra parte resulta de importancia conocer la magnitud de las desalineaciones del tipo de cambio respecto a su valor teórico. Un primer paso para conocer las desalineaciones es estimar el Tipo de Cambio Real de Equilibrio o Tipo de Cambio Teórico

utilizando por medio de cuatro distintos indicadores: nivel de precios, la Paridad del Poder de Compra calculado por la OCDE, deflatores del PIB y de acuerdo a los costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera.

Comparar dicho valor con el valor del tipo de cambio de mercado, permite conocer los distintos resultados acerca de la magnitud se encuentra desalineado el tipo de cambio. Es importante subrayar que en la presente investigación, el término apreciación o sobrevaluación equivale a la magnitud de las desalineaciones con respecto al Tipo de Cambio Teórico (τCT) o Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE).

En el capítulo 1 de esta investigación, se aborda la conducción de la política cambiaria de 1996 a 2012 por ello que se sostiene que el tipo de cambio ha sido una herramienta a favor de objetivos de estabilización ante su incidencia sobre el nivel de precios y al ser éste último el objetivo único del banco central, no ha permitido la libre flotación del tipo de cambio. En este sentido, es por medio de un ejercicio empírico utilizando variables como el tipo de cambio, reservas internacionales y tasa de interés como se logra llegar a tales conclusiones. A su vez, se analiza cómo la conducción de la política económica ha llevado a una sobrevaluación significativa del tipo de cambio calculada a partir de diferentes indicadores.

En el capítulo 2 se argumenta que han sido preponderantemente variables externas las que inciden sobre la determinación del tipo de cambio, se estudia la primacía de los mercados financieros para la fijación del tipo de cambio tanto en el corto como en el largo plazo como señala Harvey (2009); se estudian las vulnerabilidades que ha traído el actual régimen cambiario, dentro de ellas su contribución a la inestabilidad financiera y los problemas del ajuste externo. De esta misma forma se analiza la pérdida de grados de libertad de la política monetaria que acompaña dicha estabilidad, esto se acompaña con el estudio de las respuestas de la política monetaria a los movimientos abruptos del tipo de cambio, por lo que principalmente se analiza el periodo a partir de la crisis económica de 2008.

El capítulo 3 explica la relación que existe entre el tipo de cambio y crecimiento económico, principalmente por medio del análisis de la incidencia de las políticas que llevan a la estabilidad y sobrevaluación del tipo de cambio sobre el crecimiento de la inversión, producción y el empleo. Se argumenta el por qué debe de existir una primacía de la política cambiaria, ante el escenario adverso que ha traído la búsqueda de objetivos de estabilidad por medio de un tipo de cambio estable. Por último dentro de este capítulo se analiza la relación entre un tipo de cambio estable y reformas estructurales.

Los resultados de la presente investigación se pueden sintetizar en: 1) no existe una libre flotación del tipo de cambio nominal como argumentan las autoridades, pues se ha hecho uso de la tasa de interés y las reservas internacionales para minimizar y estabilizar sus fluctuaciones; 2) el tipo de cambio ha jugado el papel de ancla nominal de la economía y no lo ha sido la política monetaria; 3) se encontró que de 1996 a 2012 existió un periodo de evidentes desalineaciones del tipo de cambio; 4) los movimientos del tipo de cambio se han determinado durante los últimos años por el movimiento de capitales más que por el flujo de mercancías, ocasionado principalmente por los movimientos en tasa de interés y las condiciones favorables para que tales capitales fluyan si se mantienen en la economía; 5) la estabilidad nominal del tipo de cambio se ha sujetado en factores externos lo que crea un ambiente de vulnerabilidad para la economía nacional. Además que el actual régimen de tipo de cambio ha vuelto a la economía más vulnerable a los choques externos negativos; 6) la sobrevaluación y estabilidad del tipo de cambio genera un clima propicio para la atracción de capitales, lo que a su vez contribuye a generar un ambiente de posible inestabilidad financiera; 7) la conducción de la política cambiaria y monetaria tienen efectos negativos sobre el crecimiento del producto y del empleo, ante un dólar barato que beneficia a las importaciones y una política monetaria contraccionista que impacta sobre la inversión.

CAPÍTULO I. ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL: CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA CAMBIARA EN MÉXICO Y APRECIACIÓN CAMBIARIA

1.1 ¿REALMENTE SE TRABAJA CON UN TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE EN MÉXICO?

Una de las preguntas que se plantea en la presente investigación es la existencia o no de un tipo de cambio flexible en la economía mexicana, en el presente apartado se busca dar respuesta a esta interrogante por medio de analizar el punto de vista de las autoridades, así como las diversas posturas y ventajas en torno al tipo de cambio flotante. De igual manera se analizan las características de un régimen de tipo de cambio fijo. Finalmente se habla de la relación de los flujos de capital y la apreciación del tipo de cambio real.

1.1.1 REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO, VENTAJAS DE LA LIBRE FLOTACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y EL TIPO DE CAMBIO FIJO

Existe una serie de regímenes de tipo de cambio entre las definiciones “estándares” de tipo de cambio fijo y flotante que se señalan en la mayoría de los libros de texto. Situarse en el tipo de cambio fijo o flotante es hablar de polos opuestos, el Banco de México, sostiene que trabaja con un tipo de cambio flotante a partir de la crisis de balanza de pagos de 1994-1995, a pesar de ello, existe controversia sobre si el banco central deja flotar o no el tipo de cambio.

Es de trascendental importancia conocer la rica variedad de regímenes de tipo de cambio que existen entre las llamadas ‘*corner positions*’, Frankel (2003) distingue nueve regímenes agrupados en tres categorías flotante, intermedio y fijo.

REGÍMENES DE TIPO DE CAMBIO*

Flotación	Régimen Intermedio	Fijo
<p>Libre Flotación (<i>Free Floating</i>): <i>Flotación del tipo de cambio por las libres fuerzas del mercado.</i></p>	<p>Banda Cambiaria (<i>Band</i>): <i>La banda es definida de acuerdo a una paridad central fija.</i></p> <p><i>Son diseñados para capturar el objetivo de Bergsten-Williamson (Fundamental Equilibrium Exchange Rate) y la de Krugman.</i></p>	<p>Regímen de Convertibilidad (<i>Currency Board</i>): <i>Sistema el cual fija la moneda nacional a la moneda extranjera (el dólar). Es decir, el valor que se fija de la moneda es equivalente al valor de la moneda extranjera.</i></p>
<p>Flotación manejada (<i>Managed Floating</i>): <i>Las autoridades monetarias únicamente intervienen ocasionalmente y en pequeños montos. Puede ser catalogado como régimen intermedio si las autoridades intervienen de manera continua en busca de un objetivo de inflación.</i></p>	<p>Mini devaluaciones sucesivas (<i>Crawling Peg</i>): <i>Es el sistema en el cual la fijación cambia usualmente para acomodar la inflación. Permite mantener la competitividad por medio de anunciar devaluaciones.</i></p>	<p>Dolarización (<i>Dollarization/euro-ization</i>): <i>Adopción por parte de un país de una moneda extranjera fuerte como el dólar o el euro.</i></p>
	<p><i>Basket Peg:</i> <i>La moneda es fijada relativa a una canasta de monedas de los socios comerciales.</i></p>	<p>Unión Monetaria (<i>Monetary Union</i>): <i>Sistema de tipo de cambio fijo irrevocable. En este régimen dos o más países usan la misma moneda que es manejada por una sola autoridad monetaria. Dicha autoridad puede estar bajo la responsabilidad de los países miembros, o bien, por uno de los miembros.</i></p>
	<p><i>Adjustable Peg:</i> <i>Se cuenta con una tasa central fija, pero esta puede ser cambiada para acomodar desequilibrios de Balanza de Pagos.</i></p>	

NOTA: *Traducción del Autor

FUENTE: Frankel (2003).

Las así llamadas posiciones de esquina se encuentran en los extremos de la tabla, mostrando desde la primera celda -la libre flotación- con el régimen de tipo de cambio más flexible hasta la última celda del lado derecho -Unión Monetaria- con el régimen más rígido. Esto permitirá responder la primer interrogante, una segunda cuestión es preguntarse si el régimen de tipo de cambio que prevalece en México cuenta con las características de un régimen de libre flotación como señala la literatura.

A su vez, es de interés conocer las ventajas de la libre flotación del tipo de cambio, sistema que de acuerdo al banco central en México opera actualmente. Baqueiro *et al.* (2003) sostienen que “el argumento principal a favor del establecimiento de regímenes de tipo de cambio flexible es que la política monetaria no se encuentra restringida por un nivel predeterminado de tipo de

cambio y ello permite determinar las tasas de interés de forma tal que se consiga un equilibrio interno (i.e. estabilidad de precios)” (p.5). Es decir, con ello se logra trabajar con una política monetaria independiente contrario a lo que sucedería de trabajar con un tipo de cambio fijo. Sostiene además que una de las bondades de éste régimen, es que la política monetaria logra constituirse como el ancla nominal de la economía¹ y mantiene estabilidad de precios, con ello el banco central puede utilizar las tasas de interés para contrarrestar el ciclo económico.

Esto último es congruente con la idea de un banco central independiente, de acuerdo a Macdonald (2007) trabajar con un régimen de tipo de cambio flotante permite al banco mantener dos ventajas potencialmente importantes: señoreaje y fungir como prestamista de última instancia. Este último de mayor importancia ya que en “una crisis bancaria la habilidad del banco central para crear fondos ilimitados puede ser importante para el rescate de bancos” (p.31).

Siguiendo lo anterior, dentro del planteamiento de Wray (2012) se señala que un régimen de tipo de cambio flotante asegura que el gobierno tiene mayor libertad para perseguir objetivos tales como pleno empleo, crecimiento económico y estabilidad de precios.

Además de ello Wray (2012) señala que “cuando la economía se ve afectada por una perturbación adversa a los términos de intercambio, la depreciación necesaria del tipo de cambio real se logra más rápido cuando se deprecia el tipo de cambio nominal que cuando se espera que disminuya el nivel de precios” (p.5), esto es, que al verse afectados los términos de intercambio se logra un ajuste con mucho mayor rapidez por medio de la depreciación del tipo de cambio nominal que esperar la caída del nivel de precios.

Por su parte MacDonald (2007) señala que una ventaja de los regímenes de tipo de cambio flexibles, es que ofrecen estabilidad en la economía. Siendo esto un factor clave para que Friedman estuviese a favor de éste régimen de tipo de cambio. Al respecto MacDonald (2007) señala que “a falta de un mecanismo de ajuste efectivo, los regímenes de tipos de cambio fijos son propensos a ataques especulativos y crisis periódicas. De hecho, la naturaleza de la estabilización de las expectativas bajo un sistema de tipo de cambio flotante fue visto como un elemento clave en la generación de un entorno tranquilo” (p.30).

De acuerdo a literatura el régimen de libre flotación permite que una economía se aísle de choques externos, debido a que absorbe los efectos de éstos. Esto es, por la forma de los choques de comercio, ante una caída de la demanda de las exportaciones hacia el resto del

¹ Se refiere al medio para controlar el nivel de precios y estabilizar la producción económica.

mundo, que llevará a una depreciación del tipo de cambio por lo que caen los términos de intercambio, generando lo primero una compensación y por tanto un estímulo en la demanda.

MacDonald (2007) menciona que otra de las ventajas de los regímenes de tipo de cambio flexible es “la habilidad de permitir a la economía mundial funcionar sin barreras al comercio y tarifas. La idea es que si el tipo de cambio es capaz de equilibrar la balanza de pagos del país, la necesidad de políticas proteccionistas -tales como tarifas y cuotas- es limitada” (p.31).

Finalmente, MacDonald (2007) afirma que los regímenes de tipo de cambio flexible, necesitan mantener reservas de moneda extranjera, en el sentido que ante la no intervención de las autoridades en el mercado de divisas, el cambio de reservas es cero, por lo que habrán pequeños ahorros para la economía nacional. Ante tal situación, el banco central sólo debe de mantener reservas para pagar las transacciones comerciales oficiales (p.31).

En contraposición a ello, Wray (2012) señala que el gobierno no debe temer quedarse sin reservas internacionales por la simple razón que no compromete el pago de moneda nacional por moneda extranjera a una tasa fija o un tipo de cambio fijo. Menciona que “en la práctica, los gobiernos que operan con tipos de cambio flotantes mantienen reservas de moneda extranjera, y ofrecen servicios de cambio de moneda extranjera para la conveniencia de sus instituciones financieras” (p.151).

En la esquina contraria al tipo de cambio flotante, se encuentra el tipo de cambio fijo, lo que hace necesario conocer las principales ventajas que la literatura señala sobre dicho régimen de tipo de cambio. Respecto a esto, MacDonald (2007) señala que una de las principales ventajas, de acuerdo a los defensores de este régimen, es que previene a los países que persigan una política monetaria independiente que es vista como, otorgar un sesgo inflacionario a la economía.

De acuerdo a MacDonald (2007) “el banco central ata el tipo de cambio a una moneda dura, con una fuerte reputación anti-inflacionaria ‘importando’ la credibilidad de un ambiente de baja inflación” (p.31), por ello, los precios y salarios serán fijados bajo una expectativa de baja inflación, lo que permite al banco central expandir la oferta monetaria -al atar el tipo de cambio a una moneda fuerte.

Al respecto Wray (2012) señala que el gobierno debe utilizar la política económica para mantener el tipo de cambio a la paridad que se comprometió a pagar, por lo que se pierde el margen de acción de la política económica. De ello que el importar la credibilidad de un ambiente

de baja inflación, tiene como consecuencia una pérdida del manejo de la política económica con miras a estabilizar el tipo de cambio a cierto nivel.

Una segunda ventaja tiene que ver con la certidumbre que otorga dicho régimen, MacDonald (2007) afirma que es la certeza que un régimen de este tipo otorga en las decisiones de inversión y de comercio, al remover la incertidumbre que se deriva de la volatilidad del tipo de cambio se daría paso a una mejora en el comercio internacional y la inversión.

Finalmente, de acuerdo a este mismo autor, el tipo de cambio fijo permite “prevenir devaluaciones competitivas o de ‘empobrecer al vecino’ (beggar-thy-neighbour)” (p.32).

Una vez que se conocen las ventajas del régimen de tipo de cambio flotante² y el esbozo presentado de los regímenes intermedios, y el polo opuesto -tipo de cambio fijo-, es necesario analizar y poner en cuestión, si la política cambiaria en México ha sido realmente la de un régimen de tipo de cambio flexible.

1.1.2 RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO EN MÉXICO ¿FLOTANTE O SEMI-FIJO?

Uno de los cuestionamientos que debe plantearse antes de dar respuesta a la que ocupa el presente apartado, es cuál es el motivo, razón o factores que llevan a una economía a optar por un régimen de tipo de cambio específico. MacDonald (2007) sostiene la existencia de una amplia gama de estudios que intentan encontrar evidencia empírica acerca de los determinantes de un régimen de tipo de cambio, siendo las variables ‘tamaño de la economía’ e inflación como las que producen una relación consistente con la variable régimen de tipo de cambio.

El *Fondo Monetario Internacional (FMI)* refleja en el *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)* la descripción de los acuerdos de tipo de cambio, sistemas de comercio y controles de capital de los países que forman parte del FMI. En este se afirma que el marco de la política monetaria de cada país, es consistente con diferentes regímenes de tipo de cambio; para el caso de México, se cataloga como una economía con un régimen de tipo de cambio flexible y una política monetaria basada en objetivos de inflación o *inflation-targeting*.

De acuerdo al AREAER (2012) el régimen tipo de cambio en México pasó de ser flotante a ser catalogado como de libre flotación, este paso se dio debido a que desde noviembre de 2011 México dejó de intervenir en el mercado de divisas, de acuerdo a esta clasificación que realiza el

² Se analiza predominantemente el tipo de cambio flotante puesto que de acuerdo al Banco de México es el que actualmente opera en nuestra economía.

FMI³. Cabe recordar que el Banco de México a partir de la crisis económica mundial de 2008 utilizó el mecanismo de subastas⁴ para intervenir en el mercado de divisas, a pesar que ya participaba dentro de este.

El Banco de México señala que es a partir de la crisis de balanza de pagos en 1994-1995 cuando la política monetaria pasa a ser el ancla nominal de la economía, y se opta por un régimen de tipo de cambio flotante. La modificación en el esquema a seguir de la política monetaria traería consigo la búsqueda de objetivos de inflación.

Las características de este nuevo régimen monetario serían⁵:

- (a) *El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria.*
- (b) *El anuncio de objetivos de inflación de mediano plazo.*
- (c) *Contar con una autoridad monetaria autónoma.*
- (d) *La aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria.*
- (e) *Un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios. Dicho análisis es la principal referencia para las decisiones de la política monetaria.*
- (f) *El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.*

La primera de ellas, apunta a la estabilidad de precios como el principal objetivo que persigue la política monetaria, así mismo se señala que deben identificarse las fuentes inflacionarias para ser tomadas como referencia para las decisiones de política, dentro de ellas, se conoce que el tipo

³ El FMI distingue 4 grandes categorías: hard pegs (incluyendo regímenes de convertibilidad), soft pegs (bandas cambiarias, mini devaluaciones sucesivas o crawling pegs), regímenes flotantes (flotantes y libre flotación) y una categoría residual.

⁴ Compra y venta de divisas, por lo general no es considerado como una intervención -FMI - debido a que el diseño de dichos programas minimiza el impacto en el tipo de cambio.

⁵ Banco de México. *Esquema de Objetivos de Inflación*. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/{5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783}.pdf>

de cambio es una de las variables que inciden sobre el nivel de precios, debido al mecanismo de traspaso '*pass-through*'.

Este nuevo régimen se inserta dentro de las políticas conocidas como el Consenso de Washington, John Williamson (2000) señala que existen dos interpretaciones del mismo; por una parte se tiene la del fundamentalismo de mercado y por otra, la del Consenso entendida como un set de políticas dictadas por Washington consideradas necesarias en dicho momento.

El fundamentalismo de mercado fue la senda por la que México optó, ya que el proceso de ajuste que vivió la economía, buscaba precisamente, el logro de objetivos de estabilidad más que objetivos de reducción de la pobreza, debido a que se liberalizó la cuenta de capital para lograr la integración económica con los países vecinos, de acuerdo a Williamson (2000) ello debe de estar acompañado de regulación, de otra forma dará paso a "prestamos mal dirigidos y eventualmente a una crisis que llevará a los contribuyentes a pagar las pérdidas de hacer malos préstamos" (p. 258). Continuando con Williamson (2000), las políticas acorde a su trabajo original -en el cual proponía el Consenso como un set de políticas necesarias y dictadas por Washington- era pro pobres, es decir, orientadas a la causa de la reducción de la pobreza.

Dentro de ellas se encuentra el lograr un tipo de cambio competitivo y esto debe ser más importante que la forma en que sea determinado. Menciona Williamson (1990) "los tipos de cambio deben ser determinados por las fuerzas del mercado, o su conveniencia debe ser juzgada sobre la base si su nivel es consistente con los objetivos macroeconómicos" (p.13).

Esto último pareciera no ser bien interpretado por las autoridades monetarias en México, y han optado únicamente por buscar que el tipo de cambio sea consistente con los equilibrios macroeconómicos, olvidando la preponderancia de la determinación de un tipo de cambio competitivo, pasando lo primero a segundo plano. Dentro del discurso oficial, no existe preocupación alguna por lograr un tipo de cambio competitivo, sino más bien se inclinan por lograr una mayor reducción de los costos salariales, por ejemplo para el caso del Instituto Mexicano para la Competitividad A.C. (2011) se define la competitividad como "la capacidad de los países para atraer y retener inversión y talento" (p.233).

Ante la búsqueda de equilibrios macroeconómicos, el tipo de cambio se convirtió en una traba al crecimiento económico, anclándolo a los objetivos de estabilidad que se necesitaban para la reducción de la inflación por medio del abaratamiento de productos importados, para lo que se necesitaba un tipo de cambio peso-dólar sobrevaluado. Se pensaba, que los precios de los productos nacionales se fijarían con base en los productos importados, debido a la competencia

que se generaría al abrir el mercado interno al exterior, pero ello terminó por representar una menor competitividad de la producción nacional.

Siguiendo a Williamson (1990), señala:

“la prueba de si el tipo de cambio es apropiado es, si este es consistente en el mediano plazo con los objetivos macroeconómicos. En el caso de las economías en desarrollo, el tipo de cambio real necesita ser suficientemente competitivo para promover una tasa de crecimiento de las exportaciones que permita a la economía crecer a su tasa máxima potencial permitida por el lado de la oferta, manteniendo el déficit de cuenta corriente en un tamaño que pueda ser financiado sobre una base sustentable.” (p.14).

Aclara Williamson (1990) que el tipo de cambio no debe ser más competitivo que ello, debido a que puede llevar a incrementos en el nivel de precios así como limitar los recursos disponibles para la inversión y por tanto del crecimiento del producto (p.15).

Contrario al planteamiento del banco central, existen diversas posturas que argumentan una flotación del tipo de cambio manipulada, Huerta (2011) plantea que no ha existido cambio alguno en la instrumentación de políticas económicas a pesar del cambio de régimen de tipo de cambio, mencionando “si en realidad existiera un tipo de cambio flexible, y el banco central no interfiriera en el mercado de divisas, el déficit de comercio exterior llevaría a la devaluación de la moneda nacional” (p.43).

Señala Huerta (2001) que la liberalización económica impide trabajar con un tipo de cambio flotante “pues daría lugar a prácticas especulativas y fuertes fluctuaciones en la paridad cambiaria que afectarían la rentabilidad de los activos financieros en poder del capital internacional” (p.17) es por ello que el gobierno orienta la política económica para asegurar la estabilidad del tipo de cambio nominal. Esto último de acuerdo a Wray (2012), mismo que sostiene que en un régimen de tipo de cambio fijo, el gobierno utiliza la política económica para evitar movimientos en el tipo de cambio.

En este mismo sentido, Calvo y Reinhart (2002) realizan para los periodos que van de 1989 a 1994 y 1994 a 1999 un estudio empírico, utilizando las variables tipo de cambio, reservas internacionales y tasa de interés, comparando lo sostenido por cada país y la evidencia empírica.

Dentro del grupo de países seleccionados⁶ encuentran que México, es uno de los países en los cuales flota más el tipo de cambio -para el periodo de 1994 a 1999- la probabilidad de que el tipo de cambio se mantuviera dentro una banda de $\pm 2.5\%$ fue del 63.5%, es decir, existía una probabilidad del 36.5% de que el tipo de cambio fluctuara más allá del $\pm 2.5\%$ en cualquier mes determinado. Ello comparado con países que se declararon flotadores como Bolivia, Canadá e India que mantuvieron durante el periodo de estudio una probabilidad de mantenerse en dichas bandas en alrededor del 93%.

Si se observa el periodo anterior a la crisis, el estudio de Calvo y Reinhart (2002) de 1989 a 1994, en el cual se conjugan dos regímenes cambiarios en México (de acuerdo al Banco de México, del 1985 a 1991 se trabajó bajo *flotación regulada* y de 1991 a 1994 por medio de *bandas cambiarias*) se obtuvo un 95.7% de probabilidad que el tipo de cambio no fluctuara más allá de una banda de $\pm 2.5\%$, visto de otra forma, existía solo un 4.3% de probabilidad que el tipo de cambio fluctuara más allá del ± 2.5 por ciento.

Para tales periodos también analizan las variaciones en las reservas internacionales, se encuentra que, de 1989 a 1994 existía una probabilidad del 39.9% que las reservas fluctuaran dentro de una banda de $\pm 2.5\%$, mientras que para el periodo de 1994 a 1999 fue del 28.3%, lo que indica, una alta probabilidad para los dos periodos de variaciones más allá del $\pm 2.5\%$, otorgando indicios de fuertes movimientos de las reservas internacionales.

De lo anterior, se desprende que existe una fuerte variación de las reservas internacionales en México durante dicho periodo de estudio, a pesar que es un país que deja flotar su moneda. Recordando lo que señala la literatura, bajo un régimen de tipo de cambio flotante las variaciones en las reservas internacionales deben de ser iguales a cero. Ello debido a que las autoridades, en teoría, no deben intervenir en el mercado de divisas. Entonces ¿por qué se observa una fuerte variación de las reservas internacionales?

El Banco de México sostiene que las reservas internacionales son de fuerte importancia debido a su impacto sobre el mercado cambiario ante un escenario de fuerte volatilidad, el principal problema radica en que es mayor la necesidad de mantener un fuerte monto de reservas internacionales para las economías que trabajan con regímenes de tipo de cambio fijos y no para los que trabajan bajo un régimen de tipo de cambio flotante, puesto que las primeras comprometen el tipo de cambio a cierto nivel por unidades de moneda extranjera.

⁶ El estudio abarca países con regímenes de tipo de cambio flotante como Australia, Canadá, Japón, Estados Unidos para diversos periodos que van desde 1970 hasta 1999.

Argumentan que las reservas internacionales reflejan la ‘fortaleza de la economía’, contribuyen para hacer frente a las obligaciones de pago del gobierno, al igual que el nivel adecuado de reservas está en función de la coyuntura económica del país considerando el costo-beneficio de mantenerlas. El Banco de México sostiene que “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”⁷ lo cual va de acuerdo al mandato del banco central, objetivo único que persigue la política monetaria, pero ello no es congruente con un régimen de tipo de cambio flexible, ya que el hecho de que se busque mantener reservas internacionales para contribuir a la estabilidad de precios implica la intervención de las autoridades dentro del mercado de divisas, lo que no permite flotar realmente al tipo de cambio, al mantenerlo en cierto nivel.

Señala además el banco central que “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”⁸. Lo anterior refleja que en realidad no se trabaja con un tipo de cambio de libre flotación como sostienen las autoridades, ya que, de encontrarse en condiciones adversas, se opta por intervenir en el mercado cambiario, olvidándose de que una de las ventajas de la flotación del tipo de cambio es que ésta absorbe los efectos de los choques externos al depreciarse la moneda.

Para dar respuesta a la pregunta inicial de si se trabaja bajo un régimen de tipo de cambio flotante o semi-fijo, se replican las medidas de volatilidad que hacen Calvo y Reinhart (2002) utilizando cambios porcentuales mensuales de las variables tipo de cambio nominal, reservas internacionales y tasa de interés nominal, que se denotan como ε , $\Delta F/F$ (donde $\Delta F = F_t - F_{t-1}$), Δi ($\Delta i: i_t - i_{t-1}$) -tipo de cambio, cambio en las reservas internacionales y cambio en la tasa de interés respectivamente. Considerando x^c como la banda que toma los valores de 2.5 y 5 por ciento. Únicamente para el caso de México de diciembre de 1994 a diciembre de 2012, periodo declarado como de libre flotación del tipo de cambio.

Cuando $x = \varepsilon$, es decir x toma el valor del tipo de cambio nominal se observa lo siguiente:

$$P(x < x^c | \text{Fijo}) > P(x < x^c | \text{Flotante}) \quad [1]$$

⁷ Banco de México. *Sistema Financiero*. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#niveladecuadodereservasinternacionales>

⁸ Banco de México, *op. cit.*

Esto es, la probabilidad que el tipo de cambio sea menor que el ancho de banda dado que el tipo de cambio permanece fijo, es mayor a la probabilidad que el tipo de cambio sea menor que el ancho de banda para un tipo de cambio flotante. Por lo que será menor la probabilidad para una economía que trabaja con un tipo de cambio flotante.

Ello sucede de acuerdo a Calvo y Reinhart (2002) debido a que los choques en la demanda de dinero y las expectativas al trabajar bajo un régimen de tipo de cambio fijo, se acomodan por medio de compras y ventas de reservas de divisas.

Cuando $x = \Delta F/F$, se observa el caso contrario.

$$P(x < x^c | \text{Fijo}) < P(x < x^c | \text{Flotante}) \quad [2]$$

La probabilidad que el cambio en las reservas caiga dentro de la banda x^c es una función decreciente del grado de rigidez del tipo de cambio, debido a que los choques en la demanda de dinero y cambios en expectativas se acomodan para prevenir variaciones en el tipo de cambio (Calvo y Reinhart, 2002).

TABLA I
VOLATILIDAD DE INDICADORES SELECCIONADOS

País	Periodo	Dentro de una banda ± 2.5 por ciento		Dentro de una banda ± 5 por ciento		Mayor que ± 4 por ciento
		Tipo de Cambio Nominal	Reservas	Tipo de Cambio Nominal	Reservas	Tasa de Interés Nominal
México	Diciembre 1994-Diciembre 2012	47	5	79.1	10	65.4
México*	Octubre 2008-Noviembre 2011	61.5	60	91.8	90.6	100

NOTA: * Periodo pos-crisis.

FUENTE: cálculos del autor con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y Banco de México.

Se trabaja bajo la misma banda comparativa que utiliza Calvo y Reinhart (2002), y se añade el cálculo de una banda de $\pm 5\%$, lo que permite calcular las probabilidades bajo un intervalo del 90% de confianza. De los resultados anteriores (véase TABLA I) se desprende que la probabilidad que el tipo de cambio se mantenga dentro de las bandas de $\pm 2.5\%$ es del 47%, mientras que la probabilidad que el tipo de cambio flote más del 2.5% es del 53% en algún mes dado, por lo que se obtiene un resultado casi del 50% que el tipo de cambio se mantenga dentro de las bandas o que vaya más allá.

Si se observa el apartado de las reservas internacionales, se muestra evidencia empírica que en dicho periodo existen fuertes variaciones en el monto de reservas, ello debido a que la probabilidad que estas se mantengan dentro del rango mencionado es muy baja, por lo tanto, existe un 95% de probabilidad que las reservas varíen más allá del intervalo del $\pm 2.5\%$. Cabe recalcar que la probabilidad que se mantenga dentro de las bandas, es menor a la que documenta Calvo y Reinhart (2002) por lo que al ampliar el periodo de estudio, aumenta la probabilidad que el tipo de cambio flote, al tiempo que se incrementa la probabilidad de una variación en las reservas internacionales.

Al analizar la probabilidad que el tipo de cambio fluctúe dentro de un intervalo de $\pm 5\%$, se observa que se incrementa la probabilidad que el tipo de cambio se mueva dentro de las bandas; por el lado de las reservas, se observa que se mantiene la fuerte probabilidad de las variaciones durante el periodo de estudio.

Comparando los resultados que se obtienen bajo las bandas de $\pm 2.5\%$ y $\pm 5\%$, en cuanto al tipo de cambio y reservas internacionales, se observa un incremento en la probabilidad que se mantenga dentro de las bandas al analizarse bajo bandas de $\pm 5\%$, se puede concluir que el tipo de cambio flota derivado de ambos resultados, lo que llama la atención, son las fuertes variaciones mes por mes en las reservas internacionales, bajo bandas de $\pm 2.5\%$ y $\pm 5\%$, ya que los datos indican oscilaciones más allá de dichos intervalos.

Es de importancia el análisis del movimiento en las reservas internacionales, puesto que los bancos centrales las utilizan para mitigar fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio, si bien, en teoría, el cambio en las reservas debe de ser cero bajo un régimen de tipo de cambio flotante, Calvo y Reinhart (2002) sostienen que esto no es tan sencillo, sino que éstas pueden variar debido a fluctuaciones en la valoración de los activos y los intereses devengados. Así también como “transacciones ocultas de reservas en moneda extranjera [...] en ausencia de ellas (transacciones ocultas de reservas) los países descansan fuertemente en operaciones de mercado abierto y cambios en la tasa de interés para limitar el tipo de cambio” (p.388). En el primer caso, las líneas de crédito pueden ser utilizadas para defender el tipo de cambio, al existir presiones especulativas, como fue el caso de la “Linea Swap” establecida con la Reserva Federal de Estados Unidos, en octubre de 2008, misma que estaría vigente hasta octubre de 2009, siendo una medida precautoria que adoptó el Banco de México.

De los resultados emanados de las variaciones en las reservas internacionales, se observa que va en contra de lo que se establece $P(x < x^c | \text{Fijo}) < P(x < x^c | \text{Flotante})$, por lo que la probabilidad que las variaciones en las reservas internacionales caiga dentro de x^c , es una función

decreciente de la rigidez del tipo de cambio, esto es, que la probabilidad de que las variaciones en las reservas caiga dentro de las bandas va decreciendo a medida que aumenta la rigidez del tipo de cambio. Ello se debe a que se observan fuertes oscilaciones mes por mes con bandas de 2.5% y 5% y una relativa flotación del tipo de cambio. Esto es consistente ante una fuerte intervención de las autoridades en el mercado de divisas, lo cual en teoría, no debería de suceder en un régimen cambiario de libre flotación; por lo que las reservas oscilan fuertemente mes por mes para así asegurar un tipo de cambio más estable.

Es importante incorporar el análisis de la variación de la tasa de interés, puesto que dicho movimiento permite conocer si el banco central está utilizando activamente la política monetaria como una forma de estabilizar el tipo de cambio. De acuerdo a Calvo y Reinhart (2002), la tasa de interés puede variar también “si la expectativa sobre la inflación futura o los tipos de cambio permanecen anclados, así como el caso que las autoridades carezcan de credibilidad” (p.384).

Además de ello, la tasa de interés se puede fijar de acuerdo a los objetivos nacionales, como se ha señalado; sin embargo, en México la tasa de interés ha respondido a los objetivos implícitos de estabilizar el tipo de cambio, por lo que las autoridades se han visto obligadas a fijar la tasa de interés nacional por encima de la tasa de interés internacional, que termina por atraer capitales a la economía y estabilizan el tipo de cambio.

Se realiza el cálculo utilizando una banda de $\pm 4\%$, para la tasa de interés nominal en México, en la Tabla 1 se observa que la probabilidad que la tasa de interés cambie en 400 puntos base -4% o por encima de ello, en cualquier mes dado, es del 65.4%. Esto es una probabilidad demasiada alta, lo que permite señalar que las autoridades utilizan altas tasa de interés como una vía para evitar presiones sobre el tipo de cambio.

Respecto a lo anterior apuntan Calvo y Reinhart (2002) que “la volatilidad de la tasa de interés no es resultado de la adhesión a objetivos monetarios rígidos para hacer frente a choques de demanda de dinero fuertes y largos. En realidad, la mayoría de los países no cuentan con reglas implícitas o explícitas de oferta de dinero” (p.392) Por ello que los autores concluyen que los cambios en la tasa de interés son producto de un intento de estabilizar el tipo de cambio junto con las operaciones de mercado abierto y la falta de credibilidad.

En suma, de los resultados anteriores se desprende que, si bien el tipo de cambio ha flotado, se puede hablar de una flotación sucia o manejada, haciendo uso de las reservas internacionales y la tasa de interés como principales herramientas para mantener el tipo de cambio estable. No se observan las características de un régimen de libre flotación como el Banco de México afirma, en

cambio se observan factores que permiten afirmar que no se deja flotar libremente el tipo de cambio, sino que el movimiento en tasa de interés y las fuertes oscilaciones en reservas internacionales permiten sostener que mediante dichos mecanismos se logra minimizar la volatilidad del tipo de cambio.

Periodo pos crisis: como dato adicional, se calculan las volatilidades para el periodo de octubre de 2008 a noviembre de 2011, la primera de ellas, fecha de inicio de la crisis financiera internacional, mientras que la segunda es la fecha en que culmina la intervención activa del Banco de México en el mercado de divisas. Se observa un incremento de la probabilidad que el tipo de cambio permaneciera dentro de las bandas -bajo una banda de $\pm 2.5\%$ - la probabilidad fue de 61.5%, mientras que bajo una banda de $\pm 5\%$ la probabilidad fue aún mayor, de 91.8%, concluyendo de ambos resultados, que el tipo de cambio nominal flotó en menor medida, o se mantiene estable.

Por el lado de las reservas internacionales, se obtuvo una probabilidad del 60% que se mantuviera dentro de bandas de $\pm 2.5\%$ y 90.6% que se mantenga bajo bandas del $\pm 5\%$. Mientras que una probabilidad del 100% que la tasa de interés nominal se moviera más allá del 4%. Por lo que se concluye que, si bien el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable, fue gracias al fuerte manejo de la tasa de interés nominal que permitió una mayor atracción de capitales, que a su vez configuró un escenario de fortaleza en las reservas internacionales, alcanzando máximos históricos, por lo que no se observaron bruscos movimientos en dicha variable.

1.1.3 EL TIPO DE CAMBIO COMO HERRAMIENTA ANTI-INFLACIONARIA

Una vez que 'colapsó' la estrategia de política monetaria que consideraba al tipo de cambio como ancla nominal de la economía durante la crisis de 1994, el Banco de México decidió orientar su estrategia hacia un nuevo marco de política monetaria basado en metas de inflación, que comenzaría a operar en 1999, basado en la regla de Taylor, el cual buscaría controlar la inflación por medio de la tasa de interés.

En este apartado se busca demostrar, cómo en realidad el tipo de cambio sigue generando presiones sobre precios y por ende el banco central continúa con una estrategia similar a la que operaba antes de 1994, considerando al tipo de cambio como ancla nominal. Ello principalmente porque ha impedido la libre flotación del tipo de cambio, observando más bien un régimen de tipo de cambio semi-flotante o de flotación sucia en la búsqueda de la estabilidad de precios.

Existen múltiples razones del por qué una economía luchará por mantener su tipo de cambio estable, tales como el acceso a los mercados de capitales y dolarización de los pasivos, entre otros. En el presente trabajo se adopta el modelo presentado por Calvo y Reinhart (2002) mismo que sostiene que el miedo a flotar proviene de una combinación de la falta de credibilidad (manifestado en las primas de riesgo), un alto traspaso del tipo de cambio a precios y objetivos de inflación. Este modelo describe las principales características del temor a flotar de las autoridades que dictan la política cambiaria en México, por ello que se considera el adecuado para el desarrollo del presente apartado.

Fortuno y Perrotini (2007) señala que la adopción de la regla de Taylor implica trabajar con un régimen de tipo de cambio flexible, ya que éste no jugaría un papel importante en la búsqueda de un objetivo de inflación (Ball 1999, Svensson 2000, 2007). Por lo anterior, sostiene Haldane (1995) que el tipo de cambio no es utilizado para perseguir el objetivo de estabilidad de precios (p.41).

Planteamientos como el de Baqueiro *et al.* (2003) sostienen que una de las críticas que se realizan a lo regímenes de libre flotación es principalmente, que no generan los beneficios quedarse en teoría deberían de tener. Ello se debe al escenario de inflación en el que la economía se encuentre, es decir, si la economía atraviesa escenarios de alta inflación, el traspaso de tipo de cambio a precios será alto, pero de consolidarse bajos niveles de inflación en una economía, el efecto traspaso disminuirá. Por lo que concluyen que “para gozar de los beneficios de la libre flotación es necesario alcanzar inflaciones bajas y estables” (p.9). Esto último se lograría -de acuerdo a sus argumentos- por medio de la utilización de la tasa de interés para disminuir la brecha de inflación.

De acuerdo a Taylor (2000) se disminuye la intensidad del traspaso del tipo de cambio a precios a medida que la inflación disminuye, ello se debe a que las empresas no transmiten los choques en sus costos hacia los consumidores, al disminuir el poder de la empresas en la determinación de sus precios. Por lo anterior se adopta el esquema de objetivos de inflación para poder debilitar el traspaso del tipo de cambio sobre precios (Baqueiro *et al.*, 2003).

Los autores anteriores consideran a la inflación como un fenómeno monetario -debido a desajustes entre oferta y demanda monetaria- y no consideran que la economía mexicana experimente un proceso de inflación estructural como sucede en gran parte de las economías latinoamericanas. Olivera (2012) explica que de acuerdo a la posición estructuralista la inflación se debe a desajustes sectoriales que influyen sobre ciertos productos, argumenta que “la insuficiencia de oferta de tales productos se traduce por alzas de precios individuales, que luego

se generalizan por su influencia sobre el costo de producción de otros bienes o por su relación con el costo del nivel de vida y con la tasa real de salarios” (p.149).

Junto con lo anterior, la economía mexicana, dada sus características, es considerada como tomadora de los precios internacionales. Así, por la vía del tipo de cambio nominal se pueden afectar los precios internos de los bienes y servicios, fenómeno conocido como el mecanismo de traspaso '*pass-through*'.

Aunque diversos estudios argumenten que existe evidencia que el efecto de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre precios se ha reducido desde la adopción del esquema de objetivos de inflación, existen planteamientos en los cuales se afirma que el tipo de cambio actúa como ancla de la inflación en contraposición de los planteamientos de la autoridades que sostienen que la política monetaria es en ancla nominal de la economía.

En esta sintonía, Fortuno y Perrotini (2007) argumenta que para el caso de una economía pequeña y abierta como la mexicana, el tipo de cambio “persiste como ancla de la inflación en el marco de la regla de Taylor incluso en el largo plazo”. Señala más adelante que “el problema es de carácter estructural: con la liberalización comercial aumentó el coeficiente del contenido de insumos importados de nuestras exportaciones, y el coeficiente de traspaso (*pass-through*) del tipo de cambio a los precios continúa siendo significativo, por lo que una devaluación monetaria real tiene el efecto de un choque de oferta” (p.48).

En el análisis de Huerta (2004) se considera el alto componente importado de la demanda nacional al igual que Fortuno y Perrotini (2007), indicando que “el gobierno se ve más obligado a que la moneda nacional sea aceptada y no haya un reclamo de divisas por quienes nos venden tales bienes” (p. 2) ello obliga a la economía nacional a crear alternativas de inversión en moneda nacional con el fin de evitar presiones sobre el tipo de cambio.

Se ha trabajado como si se estuviese bajo un régimen de tipo de cambio fijo, dado que la política fiscal y monetaria se acomoda para mantener en ciertos niveles el tipo de cambio nominal. Ello es necesario ante el actual contexto de liberalización económica en el que México se encuentra inmerso, de acuerdo a Huerta (2001) un tipo de cambio estable es una condición necesaria para que éste sea rentable y así los capitales fluyan hacia la economía nacional, al igual que esto permita conservar el valor del monto invertido, por lo que un tipo de cambio “semij fijo” es un compromiso obligado para la economía mexicana.

A pesar de ello, el problema que acompaña a un tipo de cambio nominal estable, es que se imposibilita que éste sea una herramienta más de política comercial a favor de la competitividad, así como del sector productivo, que permita una mejora en la balanza comercial.

Como se analiza en el apartado anterior, la tasa de interés ha jugado un papel importante en la determinación del tipo de cambio. La política monetaria restrictiva ha trabajado de forma indirecta para minimizar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal, debido a que permite manipular la tasa de interés de acuerdo a los movimientos en el mercado cambiario. Lo anterior se contrapone a una de las ventajas del régimen de tipo de cambio flotante, ya que se argumenta que la política monetaria no se restringe a cierto nivel de tipo de cambio lo que permite determinar libremente las tasas de interés para alcanzar un equilibrio interno (Baqueiro *et al*, 2003).

Como se puede observar en el GRÁFICO I, si se compara la tasa de interés de México con la de Estados Unidos, se observa de 1994 a 2012 un fuerte diferencial, disminuyendo la brecha a comienzos de los años 2000, pero manteniéndose una brecha significativa.



NOTA: * Para México se utilizan los Certificados de la Tesorería a 28 días y para Estados Unidos la Tasa de Fondos Federales (efectiva), las tasas de interés corresponden al mes de enero de cada año.

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Banco de México.

En este orden de ideas Huerta (2006) señala que las altas tasas de interés funcionan para que los flujos de capital no actúen de forma especulativa, así también como para frenar la actividad económica, con ello evitando presiones sobre el déficit de comercio exterior, por la vía de atraer capitales a la economía y así evitar presiones sobre el tipo de cambio (p.12). Así mismo

las altas tasas de interés, son producto de la necesidad de financiar el déficit de comercio exterior por medio de mantener un superávit en la cuenta de capital.

Existen posturas como la que sostiene Esquivel (2010) que únicamente ven el movimiento de la tasa de interés como respuesta al movimiento en el nivel de precios, sin olvidar la incidencia sobre el tipo de cambio y las reservas internacionales. Sostiene que el banco central actúa de forma predecible y de acuerdo a la coyuntura económica en la que se encuentre, reaccionando con un alza en su principal instrumento, que es la tasa de interés. Por lo anterior argumenta que la conducción de la política monetaria se puede explicar por medio de la regla de Taylor⁹ (p.64).

De las dos posturas anteriores se desprende que el banco central ha hecho uso de la tasa de interés para minimizar las fluctuaciones sobre el tipo de cambio, que a su vez permite evitar presiones sobre precios. Pareciera que la postura de Esquivel (2010) colocara al tipo de cambio en segundo plano, a pesar que es una variable importante para la determinación de los precios internos dado que México es una economía abierta. Mientras que para Huerta (2006) el papel de las tasas de interés está en función sí de reducir la inflación, pero por la vía de la estabilidad del tipo de cambio.

Sin embargo, las altas tasas de interés han permitido mantener estable el tipo de cambio por la vía de la atracción de capitales, puesto que la economía mexicana termina por ofrecer tasas de retorno mayores que en el resto del mundo¹⁰. La apreciación del tipo de cambio que ha sido producto de ello, termina por generar asimetrías en la rentabilidad de la inversión, de acuerdo a Fortuno y Perrotini (2007) las asimetrías son proporcionales a la apreciación monetaria, pues los extranjeros obtienen una tasa de retorno real mayor a los inversionistas nacionales (p. 37), lo anterior bajo el supuesto que ambos países compren bonos nacionales, dicha asimetría está en función de la sobrevaluación del tipo de cambio.

Como se ha analizado a lo largo de este apartado, el tipo de cambio continúa jugando un papel importante como ancla nominal de la inflación, como lo hizo en el esquema monetario que precedió a 1994. La tasa de interés ha jugado el papel de estabilizador del tipo de cambio, lo que permite concluir que la estrategia de la regla de Taylor no ha sido compatible con un régimen de tipo de cambio flotante, al igual que el planteamiento de Fortuno y Perrotini (2007), contrario a lo que establecen Ball (1999) y Svensson (2000, 2007).

⁹ De acuerdo a Esquivel (2010) Taylor sostiene que “el banco central debería de aumentar la tasa de interés de forma más que proporcional con los aumentos en la inflación para poder aumentar la tasa de interés real y así reducir las presiones inflacionarias” (p.49)

¹⁰ Si se comparasen con las tasas de interés en los mercados internacionales.

1.2 MEDICIONES DE DESALINEAMIENTO DEL PESO FRENTE AL DÓLAR

En la presente investigación se utiliza la hipótesis de la Paridad del Poder de Compra (PPC), misma que señala, de acuerdo a Guerrero y Urzúa (2007), que “el tipo de cambio nominal E_N es meramente un operador que traduce de manera aproximada el índice de precios externos P^* en términos del índice de precios locales P ” (p.156). El tipo de cambio teórico¹¹ que debería prevalecer se basa entonces, bajo la premisa que dos países comercializan diversos productos por lo que se utilizan los índices de precios de cada economía y no el de un sólo bien.

Lo anterior se representa en la siguiente ecuación:

$$E_N \approx \frac{P}{P^*} \quad [3]$$

Conviene realizar el desarrollo para el conocer el origen del cálculo del tipo de cambio teórico, si se cumple la hipótesis del PPC el tipo de cambio nominal debería ser igual al tipo de cambio real (e), esto es:

$$E_N \approx e \quad [4]$$

Si se sustituye [3] en [4] resultaría igual a [5]:

$$e \approx \frac{P}{P^*} \quad [5]$$

Una vez que se conoce dicha identidad, para el cálculo del tipo de cambio teórico, se necesita tomar un valor de equilibrio de tipo de cambio, a dicho valor de equilibrio se le denomina como E^b .

Se obtiene entonces el tipo de cambio teórico por medio de la siguiente fórmula:

$$e \approx E_b \left(\frac{P}{P^*} \right) \quad [6]$$

Con base la ecuación [6] se realiza el cálculo, tomando como base el año de 1996=100 para obtener el tipo de cambio teórico¹², lo que permitirá conocer el desalineamiento del peso frente al

¹¹ También se le conoce en la literatura como tipo de cambio real (RER, por sus siglas en inglés).

¹² Es el tipo de cambio nominal de un año determinado considerado como referencia, multiplicado por la relación de precios de Estados Unidos y México.

dólar y así conocer posibles indicios de una sobrevaluación de la moneda. Se habla de sobrevaluación cuando la diferencia entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico es positiva, lo que implica que los productos nacionales se vuelven más caros en comparación con los del exterior, lo que trae consigo un deterioro en la balanza comercial.

Los resultados del ejercicio se muestran en la TABLA II. Consiste en la homogeneización de los índices de precios a base 1996 utilizando el tipo de cambio nominal de ese mismo año como base para multiplicar el coeficiente que resulta de dividir los precios locales (P) entre los precios externos (P*), en este caso los precios de Estados Unidos, obteniendo así el tipo de cambio teórico basado en la hipótesis del PPC.

Cabe aclarar que se toma como base el tipo de cambio de 1996, puesto que en ese año se registra un superávit de comercio exterior en México, a su vez que de acuerdo a Guerrero *et al.* (2007) hubo un fuerte sobre ajuste de la moneda en 1995.

En este sentido, de acuerdo a Guerrero *et al.* (2007) la relación de largo plazo no es válida en horizontes cortos debido a que: existen bienes que se producen en un determinado país que no son comerciables; las variaciones de los precios internos y externos puede ser diferente entre países; y finalmente las variaciones en los términos netos de intercambio pueden deberse a razones de oferta y demanda.

En su trabajo dan por sentada la validez de largo plazo de la hipótesis del PPC para la economía mexicana por medio de un ejercicio empírico para un periodo de 1932 a 2005, dónde observan que el tipo de cambio nominal no refleja el diferencial del índice de precios, pero no se aleja de dicho diferencia, por lo que concluyen que existe una relación de equilibrio en el largo plazo con desviaciones en el corto plazo (Guerrero *et al.*, 2007).

TABLA II
APRECIACIÓN DEL PESO MEXICANO FRENTE AL DÓLAR Y EVOLUCIÓN DE PRECIOS RELATIVOS 1996-2012

Año	INPC México (Base 1996=100) (1)	INPC Estados Unidos (Base 1996=100) (2)	México/ Estados Unidos (1)/(2)	Tipo de cambio nominal	Tipo de Cambio Teórico*	Apreciación**
1996	100.0	100.0	1.0	7.6	7.6	0.0
1997	120.6	102.3	1.2	7.9	9.0	13.1
1998	139.8	103.9	1.4	9.1	10.2	11.9
1999	163.0	106.2	1.5	9.6	11.7	22.0
2000	178.5	109.8	1.6	9.5	12.4	30.7
2001	189.9	112.9	1.7	9.3	12.8	36.8
2002	199.4	114.7	1.7	9.7	13.2	36.9
2003	208.5	117.3	1.8	10.8	13.5	25.2
2004	218.3	120.4	1.8	11.3	13.8	22.1
2005	227.0	124.5	1.8	10.9	13.9	27.1
2006	235.2	128.5	1.8	10.9	13.9	27.6
2007	244.5	132.2	1.9	10.9	14.1	28.6
2008	257.1	137.3	1.9	11.1	14.2	27.9
2009	270.7	136.8	2.0	13.5	15.0	11.3
2010	281.9	139.0	2.0	12.6	15.4	22.0
2011	291.6	143.4	2.0	12.4	15.5	24.3
2012	303.5	146.4	2.1	13.2	15.8	19.7

NOTAS:

*Tipo de cambio teórico.- Es el tipo de cambio nominal de un año determinado (1996) considerado como referencia, multiplicado por la relación de precios de Estados Unidos y México.

**Apreciación.- Es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico.

FUENTES: cálculos propios con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Banco de México y Fondo Monetario Internacional

En la TABLA II se puede observar una constante apreciación del tipo de cambio nominal de lo que va de 1996 a 2012, prueba de ello es que se observa para finales del periodo el tipo de cambio teórico resulta de 15.8 cuando actualmente es de 13.2 pesos por dólar. En el Gráfico 2 y 3 se observan las fuertes disparidades entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio ajustado.

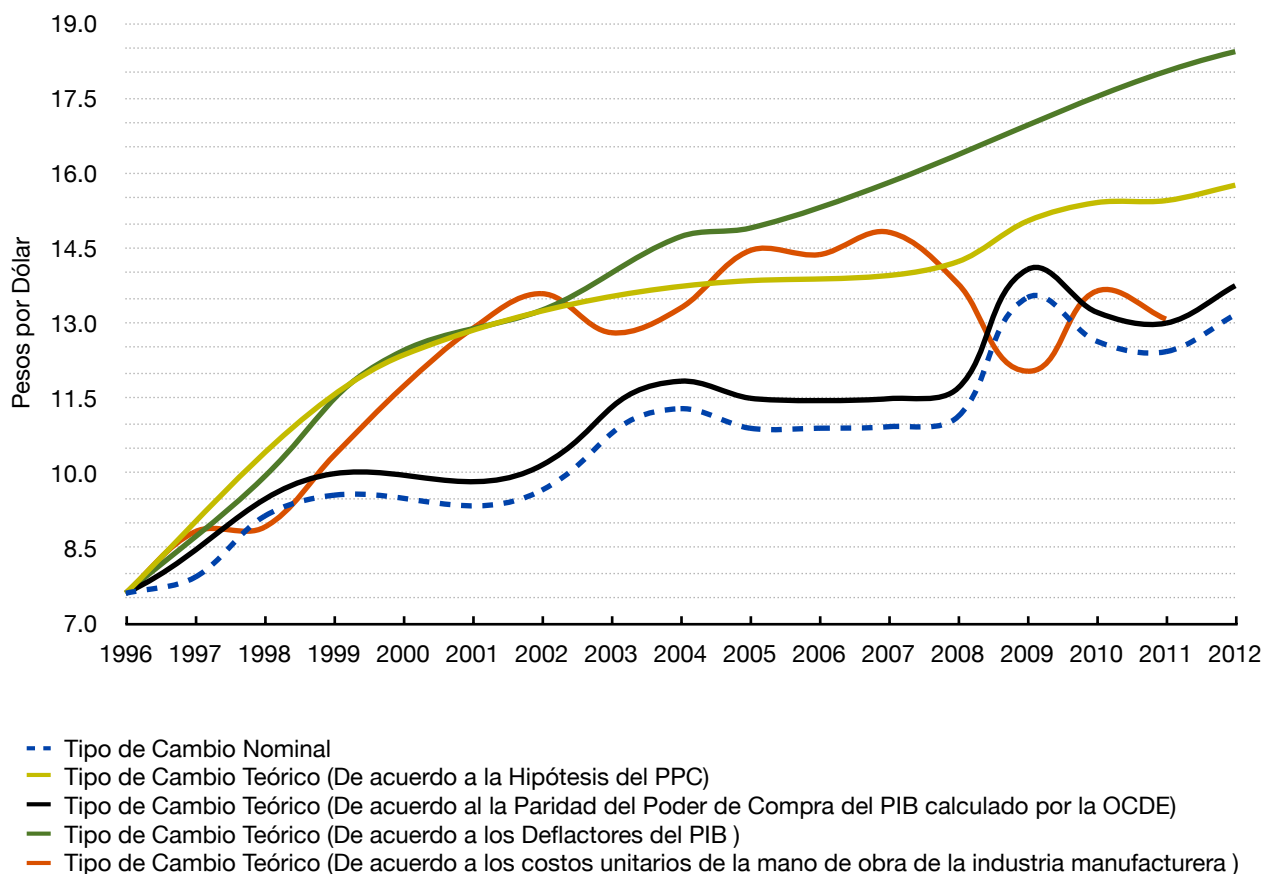
TABLA III
TIPO DE CAMBIO TEÓRICO: DIFERENTES BASES

Año	Tipo de Cambio Ajustado al Diferencial de Precios 1996-2012																
1996	7.6	7.6															
1997	7.9	9.0	7.9														
1998	9.1	10.2	9.0	9.1													
1999	9.6	11.7	10.3	10.4	9.6												
2000	9.5	12.4	10.9	11.0	10.1	9.5											
2001	9.3	12.8	11.3	11.4	10.5	9.8	9.3										
2002	9.7	13.2	11.7	11.8	10.8	10.1	9.7	9.7									
2003	10.8	13.5	12	12.1	11.1	10.3	9.9	9.9	10.8								
2004	11.3	13.8	12.2	12.3	11.3	10.5	10.1	10.1	11.0	11.3							
2005	10.9	13.9	12.3	12.4	11.4	10.6	10.1	10.1	11.1	11.4	10.9						
2006	10.9	13.9	12	12	11.4	10.6	10	10.2	11.1	11.4	10.9	10.9					
2007	10.9	14.1	12.4	12.6	11.5	10.8	10.3	10.3	11.2	11.5	11.06	11.0	10.9				
2008	11.1	14.2	12.6	12.7	11.7	11	10.4	10.4	11.4	11.7	11.20	11.2	11.1	11.1			
2009	13.5	15.0	13.3	13.4	12.3	11.5	11.0	11.0	12.0	12.3	11.83	11.8	11.7	11.8	13.5		
2010	12.6	15	13.6	13.8	12.6	12	11.3	11.3	12.3	12.6	12.12	12.1	12.0	12	13.9	12.6	
2011	12.4	15.5	13.7	13.8	12.7	11.8	11.3	11.3	12.3	12.7	12.15	12.1	12.0	12.1	13.9	12.7	12.4
2012	13.2	15.8	13.9	14	12.9	12.1	11.5	11.5	12.6	12.9	12.40	12.4	12.3	12.3	14	12.9	12.7

FUENTES: elaboración propia con datos de Banco de México y Fondo Monetario Internacional. Con base a la tabla presentada en Guerrero y Urzúa. (2007).

De la TABLA III se deduce que existe evidencia de una sobrevaluación del peso mexicano bajo la hipótesis del PPC, a pesar que se hace variar la base, se demuestra en el grueso de la información la apreciación del peso mexicano frente al dólar. Por ejemplo, de tomarse como base 1997 el tipo de cambio ajustado para 2012 sería de 15.8 y no de 13.2 como es el valor del mercado, si se tomase como base 1998 el tipo de cambio debería ser de 14 pesos. Por lo que gran parte de la información en la TABLA III, muestra evidencia de la propensión a la sobrevaluación del peso mexicano a su vez que permite no basar únicamente el análisis en un sólo valor de equilibrio.

GRÁFICO II. TIPOS DE CAMBIO: NOMINAL Y TEÓRICOS 1996-2012*



NOTA: * Para el caso del Tipo de Cambio Teórico que incorpora costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera únicamente datos disponibles hasta 2011.

Se utilizó el tipo de cambio para solventar obligaciones en el exterior promedio anual.

Se presenta en el anexo, los respectivos cálculos para cada una de las series.

FUENTES: Cálculos propios con datos del: Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Banco de México, Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

Se puede encontrar aún más evidencia de una posible sobrevaluación del tipo de cambio, si este se ajusta al la Paridad del Poder de Compra del PIB -que calcula la OCDE-, por medio de la utilización de los deflatores del PIB y también incorporando los costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera -como bien lo sugirió el Banco de México en 1994¹³.

El GRÁFICO II muestra los diferentes tipos de cambio teóricos ajustados, incorporando precios (índices de precios al consumidor; deflatores del PIB y PPC del PIB calculados por la OCDE) y competitividad (costos unitarios de la mano de obra de la industria manufacturera), el conjunto de ellos, muestra una tendencia clara hacia la sobrevaluación del tipo de cambio, llama la atención que en dos ocasiones que el tipo de cambio teórico ajustado a los costos unitarios laborales cae, en 1998 en 2.4% a 8.92 pesos por dólar representado el valor de mercado en 9.14 pesos y en

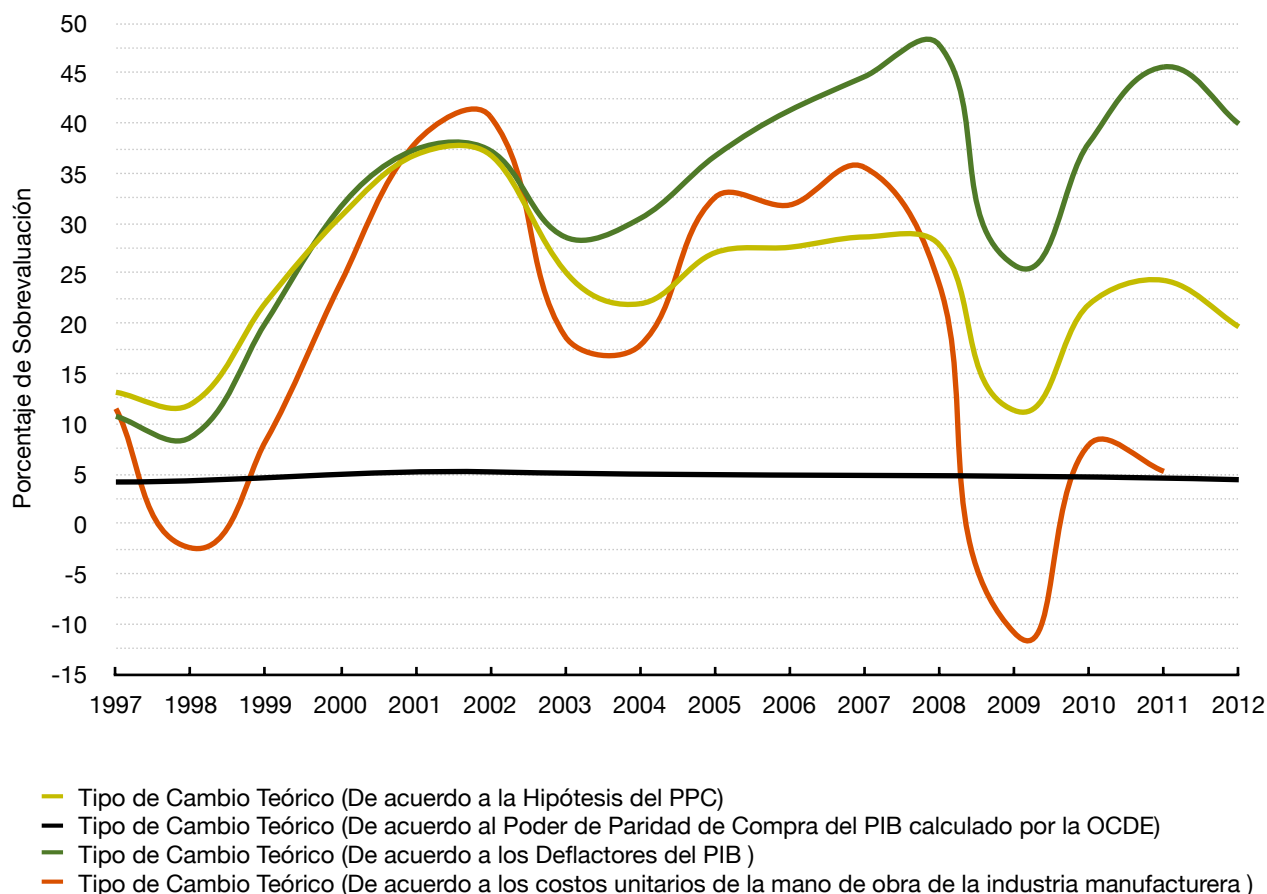
¹³ Véase Informe Anual 1994. *Banco de México*. Donde se señala que el “tipo de cambio real según costo unitario de la mano de obra es un indicador de la evolución de la competitividad internacional de la economía muy superior al que proporciona el tipo de cambio real según índices de precios. Esto, en vista de que el comercio internacional tiende a igualar los precios de los bienes “comerciables” entre los distintos países, cualquiera que sea el tipo de cambio” (p.85).

2009 en 11% pasando a 12.04 pesos por dólar siendo el valor de mercado 13.51 pesos. Ambas caídas se explican por la caída del índice del costo unitario laboral en México y Estados Unidos, en la misma medida para 1998, sin embargo para 2009 se da una fuerte caída del índice únicamente del lado de México, lo que indica una caída salarial en México frente a la de Estados Unidos en un contexto de crisis económica internacional.

En las cuatro series se muestra un comportamiento similar, se observa una creciente sobrevaluación del tipo de cambio (véase GRÁFICO III) al utilizarse los diferenciales de precios y los deflatores del PIB, en cuanto a la PPC del PIB, se observan pequeños márgenes de sobrevaluación pero con una tendencia estable a pesar de las constantes depreciaciones que ha sufrido la moneda en términos nominales.

El creciente margen de sobrevaluación de la moneda que se muestra, podría dar indicios de la magnitud de una depreciación de la moneda si se acompaña junto con un análisis de la balanza de pagos, principalmente en la viabilidad de la economía de poder mantener el superávit de cuenta de capital. El tipo de cambio teórico ajustado a los deflatores del PIB muestra los mayores márgenes de sobrevaluación, registrando en 2008 una apreciación del tipo de cambio del 48% y del 46% en 2011. Le sigue el tipo de cambio teórico que considera los índices de precios - hipótesis del PPC- mostrando niveles de apreciación del tipo de cambio en 2001 y 2002 del 37% y en 2007 del 28%.

GRÁFICO III. MARGEN DE SOBREVALUACIÓN* DEL PESO MEXICANO 1997-2012



NOTA: * Es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico.

FUENTES: Cálculos propios con datos del: Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Banco de México, Fondo Monetario Internacional y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

En suma, a partir de los diferentes indicadores empleados para el cálculo del tipo de cambio teórico, se tiene evidencia empírica para afirmar que el actual régimen de tipo de cambio ha logrado apreciar la moneda nacional considerablemente. Para aspectos metodológicos, cuando se hable de la apreciación del tipo de cambio, se estará haciendo en términos del tipo de cambio teórico calculado a partir de la hipótesis del PPC, lo que sería equivalente a hablar de la sobrevaluación del peso mexicano.

1.3 FLUJOS DE CAPITAL Y MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO

Durante las últimas décadas, México ha presentado constantes apreciaciones del tipo de cambio nominal como resultado de la entrada masiva de capitales del exterior, principalmente especulativos. Derivado de lo anterior, las fluctuaciones del tipo de cambio han pasado a depender fuertemente de los movimientos de capitales mas que del movimiento de las mercancías.

El constante crecimiento del superávit de cuenta de capital ha venido acompañado de fuertes diferenciales de la tasas de interés que ha permitido que tales inversiones incrementen y permanezcan en el país, a su vez que el tipo de cambio nominal ha tendido a estabilizarse y apreciarse en términos reales.

TABLA IV
FLUJOS DE DIVISAS 2000-2012
MILLONES DE DÓLARES

Año	Inversión directa	Inversión de cartera	Deuda Externa Neta	Reservas Internacionales	Remesas
2000	18,282	371	70,260	33,555	6,573
2001	29,962	1,022	69,808	40,091	8,895
2002	23,901	-75	71,528	46,099	9,814
2003	18,672	636	73,626	56,086	15,139
2004	24,855	2,528	75,713	61,496	18,332
2005	24,449	6,046	65,723	68,669	21,688
2006	20,292	5,319	47,247	67,680	25,567
2007	31,380	7,329	34,533	77,894	26,059
2008	27,853	2,430	24,319	85,274	25,145
2009	16,561	7,634	91,722	90,838	21,306
2010	21,372	23,500	104,679	113,597	21,304
2011	21,504	25,086	113,632	142,476	22,803
2012	12,659	56,678	121,659	163,592	22,446

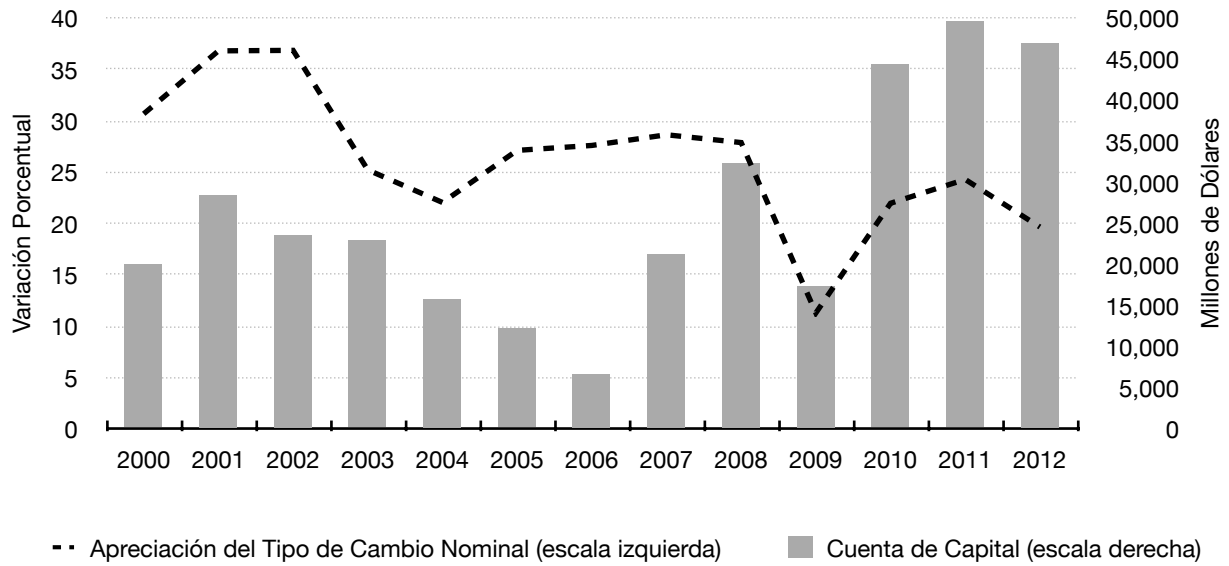
FUENTE: Banco de México.

En la TABLA IV se puede observar el flujo de divisas hacia México del periodo que va del 2000 al 2012, dentro del cual resalta el incremento drástico de la inversión de cartera, para 2012 representó ciento cincuenta y dos veces su valor en el año 2000. También es importante subrayar el fuerte incremento de las reservas internacionales, que en 2012 cuadruplicó el valor que presentó en el año 2000.

Como se analizó en el apartado anterior, existe una creciente tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio. El problema aquí, radica en el plazo y propósito que tengan dichos capitales en la economía mexicana, puesto que colocan en un contexto de fuerte vulnerabilidad para la economía al ser capitales golondrinos y especulativos.

El creciente flujo de capitales ha ido acompañado a su vez de un incremento en el monto de las reservas internacionales en poder del banco central, para así poder hacer frente a cualquier ataque especulativo o salida masiva de capitales que lleve a una depreciación del tipo de cambio nominal. Es importante recalcar que ello no es necesario al trabajar bajo un régimen de tipo de cambio flotante, puesto que no se compromete la convertibilidad de la moneda a una paridad fija.

GRÁFICO IV .APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y CUENTA DE CAPITAL



FUENTES: Banco de México y cálculos propios.

Huerta (2001) encuentra una fuerte relación entre la estabilidad cambiaria y el comportamiento de la cuenta de capital, señalando que existe una fuerte necesidad del gobierno de garantizar el flujo de capital para estabilizar las fluctuaciones del tipo de cambio (p.56). Por ello que existe un co-movimiento crecimiento del superávit en la cuenta de capital y la apreciación del tipo de cambio como se observa para el periodo de 2000-2012.

Resumiendo, si bien la economía mexicana ha visto incrementado el flujo de divisas, esto ha sido por medio de mantener atractivas tasas de retorno para los capitales, reflejado en una constante apreciación del tipo de cambio nominal y ha requerido de ir de la mano de un incremento exponencial de las reservas internacionales, que han pasado a jugar un papel preponderante para hacer frente a cualquier salida de capitales por medio de la intervención en el mercado cambiario.

REFERENCIAS

- Banco de México, “*Sistema Financiero*”, www.banxico.org.mx Recuperado el 21 de Febrero de 2013, de <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#niveladecuadodereservasinternacionales>
- “*Esquema de Objetivos de Inflación*”, www.banxico.org.mx Recuperado el 18 de febrero de 2013, de <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/{5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783}.pdf>
- “*Informe Anual 1994*”, www.banxico.org.mx Recuperado el 8 de mayo de 2013, de <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{F1A00075-21D4-5DCF-D124-09CB6EF16235}.pdf>
- Baqueiro *et al.* (2003), “*¿Temor a la Flotación o a la Inflación? La Importancia del ‘Traspaso’ del Tipo de Cambio a los Precios*”, Documento de Investigación No. 2003-02, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.
- Calvo, G.A. y Reinhart, C.M. (2002) “*Fear of Floating*”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, Mayo 2002, (pp. 379-408).
- Esquivel (2010), Cap 1. De la Inestabilidad Macroeconómica al Estancamiento Estabilizador: el Papel del Diseño y la Conducción de la Política Económica. En Lustig, N. “*Crecimiento Económico y Equidad*” Vol. IX (pp. 35-75) México: El Colegio de México.
- Frankel, J.A. (2003), “*Experience of a Lessons from Exchange Rate Regime in Emerging Economies*”, NBER Working Paper No. 10032, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Guerrero, C. y Urzúa, C. (2007) Reflexiones sobre la Política Cambiaria en México. En Calva, J.L. “*Macroeconomía del Crecimiento Sostenido. Agenda para el Desarrollo*”. vol 4, (pp. 155-168) México: UNAM-Miguel Ángel Porrúa.
- Huerta, A. (2001) Cap. 1. La Globalización y la Política Cambiaria. En “*Apreciación Cambiaria, Baja Inflación, Recesión Económica*” (pp. 1-41) México: Diana.
- (2006) Cap. 1. La Política de Estabilidad Nominal Cambiaria. En “*Por qué no crece la Economía Mexicana y Cómo Puede Crecer*”. (pp.1-40) México: Diana.

- (2011), Cap. 1 Apreciación Cambiaria como Obstáculo al Crecimiento. En *“Obstáculos al Crecimiento: Peso Fuerte y Disciplina Fiscal”* (pp. 31-93) México: UNAM.
- International Monetary Fund (2012), *“Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions”*, [versión electrónica] (pp. 4-31).
- Instituto Mexicano para la Competitividad A.C. (2011), *“Más allá de los BRICS”*, www.competitividadinternacional.org Recuperado el 20 de febrero de 2013, de <http://www.competitividadinternacional.org/downloads/f.4.MasalladelosBRICS.pdf>
- MacDonald, R. (2007), Cap 1. Introduction: Some Basic Concepts and Stylised Facts and the Case for (and Against) Floating Exchange Rates. En *“Exchange Rate Economics: Theories and Evidence”* (pp. 1-38), Gran Bretaña: Routledge.
- Olivera, J. (2012) *“Inflación Estructural y Política Financiera”*, Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas Serie 3a, vol. 3, Mayo-Agosto de 2012 (pp. 146-159).
- Fortuno, J. y Perrotini, I. (2007) *“Inflación, Tipo de Cambio y Regla de Taylor en México 1983-2006”*, Equilibrio Económico, Año VIII, vol. 3 no.1, Primer Semestre de 2007 (pp. 27-54).
- Williamson, J. (1990) Cap 2. What Washington Means by Policy Reform. En *“Latin American Adjustment: How Much Has Happened?”* (pp. 1-38), Estados Unidos: Institute for International Economics.
- (2000) *“What Should the World Bank Think about the Washington Consensus?”* The World Bank Research Observer, vol 15, no. 2, The International Bank for Reconstruction and Development.
- Wray, R. (2012), Cap 5. Modern Money Theory and Alternative Exchange Regimes. En *“Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems”* (pp. 148-186), Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.

CAPÍTULO II. DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO, VULNERABILIDADES Y PÉRDIDA DE GRADOS DE LIBERTAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

2.1 LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN UN ENTORNO DE LIBRE MOVILIDAD DE MERCANCÍAS Y CAPITALES: LA SUPREMACÍA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La determinación del tipo de cambio en un régimen de tipo de cambio flotante es por naturaleza demasiado compleja, debido a que se muestran características que dificultan conocer su funcionamiento. Factores como la demanda de activos nacionales, tasas de interés, saldo de la balanza comercial, inflación y el crecimiento de la economía nacional influyen sobre la determinación del valor de la moneda nacional.

La teoría neoclásica sostiene que tanto los mercados de bienes -que determinan los precios - como los mercados financieros - por medio de la tasa de interés- determinan el tipo de cambio, mientras el primero determina su nivel de largo plazo, los mercados financieros determinan el valor esperado futuro del tipo de cambio.

Dentro de esta teoría no existe un modelo único aceptado para la determinación del tipo de cambio. Al respecto menciona Harvey (2009), que podría señalarse a la hipótesis del Poder de Paridad de Compra -PPC-, como una teoría central neoclásica, basada en la Ley del Precio Único -LOP por sus siglas en inglés-, la cual postula que los precios de bienes y servicios deberían de ser iguales en todo el mundo. Esto es:

$$e \approx \frac{P}{P^*}$$

Dónde e es el tipo de cambio nominal, P es el índice de precios de la economía nacional y P^* el índice de precios del resto del mundo. En esta teoría los flujos de capital no juegan un papel importante, dicha determinación implica que el balance comercial determina el tipo de cambio y existe cierta tendencia hacia el equilibrio del saldo de la balanza comercial. Diversos estudios han comprobado que esta condición se sostiene en el largo plazo, como se analizó en el primer capítulo, ésta se cumple para México en el largo plazo de acuerdo a Guerrero y Urzúa (2007).

Por otra parte dentro de la misma escuela, los monetaristas señalan que el tipo de cambio se determina de la siguiente forma:

$$e = \frac{M}{M^*} \frac{V}{V^*} \frac{Y^*}{Y}$$

Dónde M es la base monetaria, V la velocidad del dinero, Y el nivel de producción y e el tipo de cambio nominal, mientras que los símbolos denotados con asterisco corresponden a la economía extranjera, ello partiendo de la teoría cuantitativa del dinero y de la teoría de la paridad del poder de compra como señalan Capraro y Perrotini. (2011). En la ecuación anterior se observa como el tipo de cambio es visto únicamente como un fenómeno monetario, dónde el tipo de cambio es el precio relativo de dos monedas, que se determina en el mercado monetario. Continuando con esta visión Losa (1988) señala que “variables tales como la renta real y la tasa de interés, influyen al tipo de cambio de una forma indirecta, sólo en la medida en la que afectan a la demanda real de dinero” (p.92).

Lo anterior indica que dicha postura sólo permite analizar las perturbaciones de origen monetario y no de otra índole que pudiesen determinar los movimientos del tipo de cambio. En este mismo sentido se encuentra la teoría de la Paridad de Tasa de Interés, que postula que la tasa de retorno de los activos debe tender a igualarse en todas las economías. Está puede ser vista como cubierta o descubierta. Gagnon y Hinterschweiger (2011) describe la relación de arbitraje de la siguiente forma:

$$\frac{E}{E^{e1}} = \frac{1 + I_{1D}}{1 + I_{1F}}$$

Dónde E es el tipo de cambio nominal, E^{e1} es valor esperado futuro del tipo de cambio nominal, I_{1D} y I_{1F} representan la tasa de interés a un año de los bonos nacionales y extranjeros, respectivamente, lo que señala que cambios en el ratio de la tasa de interés, tiene efectos directos en el ratio del tipo de cambio del día de hoy E y del esperado en el siguiente año E^{e1} . Dado lo anterior, si la tasa de interés es mayor en la economía doméstica que en la extranjera, indica que habrá una expectativa de depreciación de la moneda nacional ($E^{e1} < E$) y viceversa ($E^{e1} > E$). En esta teoría como se observa, se considera la movilidad de capital privado, en donde los mercados financieros determinan el valor esperado futuro del tipo de cambio.

Una vez que se ilustran algunas determinaciones teóricas del tipo de cambio es conveniente contrastarlo con el terreno nacional, factores como la base monetaria dista mucho de influir sobre la determinación del tipo de cambio así como los índices de precios, como en dicho enfoque se argumenta, más bien son otros los factores que influyen sobre su determinación, como se verá a

continuación¹⁴. Harvey (2009) documenta la encuesta trianual de bancos centrales sobre los tipos de cambio y la actividad de los mercados de derivados del *Banco Internacional de Pagos*, publicada en 2004, que señala que el promedio diario de transacciones en mercados cambiarios fue suficiente para acomodar 40 veces el comercio mundial (p.2). Al igual que Gagnon y Hinterschweiger (2011) afirman, al señalar que el “volumen de la actividad en los mercados financieros supera el volumen de las transacciones en el mercado de bienes” (p.42).

En el presente trabajo se parte del supuesto que los flujos de capital, son la fuerza dominante, tanto en el corto como en el largo plazo, para fijar los tipos de cambio como señala Harvey (2009). En México, considerando lo reportado en la encuesta trianual del BIS en 2010, se encuentra que las transacciones en mercados cambiarios fueron 11.5 veces mayores que el volumen operado en las transacciones de bienes.

Por lo anterior, la determinación del tipo de cambio vendría dado de la siguiente forma de acuerdo a Harvey (2009):

$$e = f(\bar{X}_D, \bar{M}_D, \bar{K}_D, \bar{K}_D)$$

Dónde E es el tipo de cambio nominal, X_D y M_D representan las exportaciones e importaciones de México, respectivamente, mientras que K^o_D , K^i_D representan las salida de capitales (compra de activos extranjeros) y la entrada de capitales (venta de activos nacionales a extranjeros). Tanto X_D como K^i_D representan una demanda por moneda nacional y lleva a una apreciación del tipo de cambio, mientras que M_D y K^o_D representan la demanda por moneda extranjera, o también puede ser visto del lado de la oferta, lo que causa una depreciación de la moneda nacional. Contrario a lo establecido en la escuela neoclásica, los flujos de capital juegan un rol activo en la determinación de los flujos, por lo que los movimientos de K^o_D y K^i_D pasan a determinar las variaciones en el tipo de cambio.

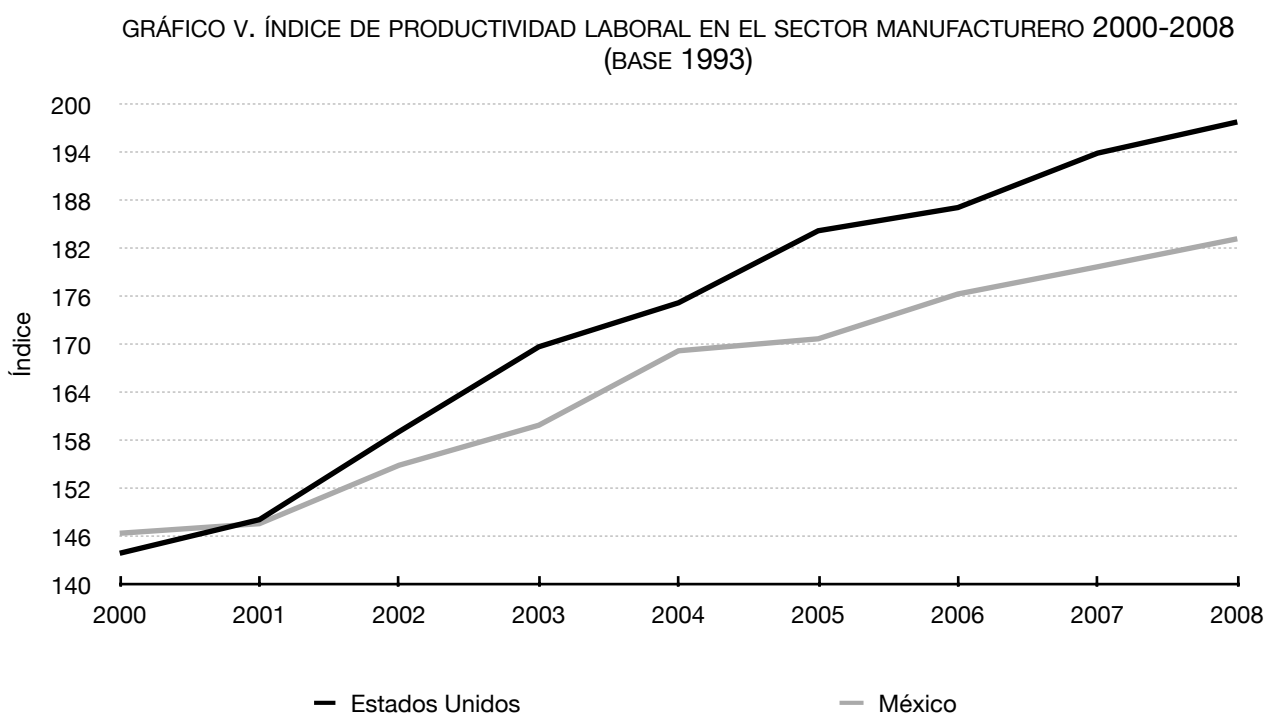
2.1.1 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: DEPENDIENTE DE FACTORES EXTERNOS

A partir del análisis del apartado anterior, es importante analizar el papel activo de los factores externos sobre la determinación del tipo de cambio, puesto que son éstos los que permiten que el tipo de cambio se mantenga estable y de debilitarse dichos factores podrían generar un contexto de incertidumbre en los mercados cambiarios.

¹⁴ A pesar de lo que se argumenta que los precios no juegan un papel activo en la determinación del tipo de cambio, más adelante se analizará cómo este ayudaría a ajustar el saldo de la balanza comercial y permitiría mejorar la competitividad de la producción nacional.

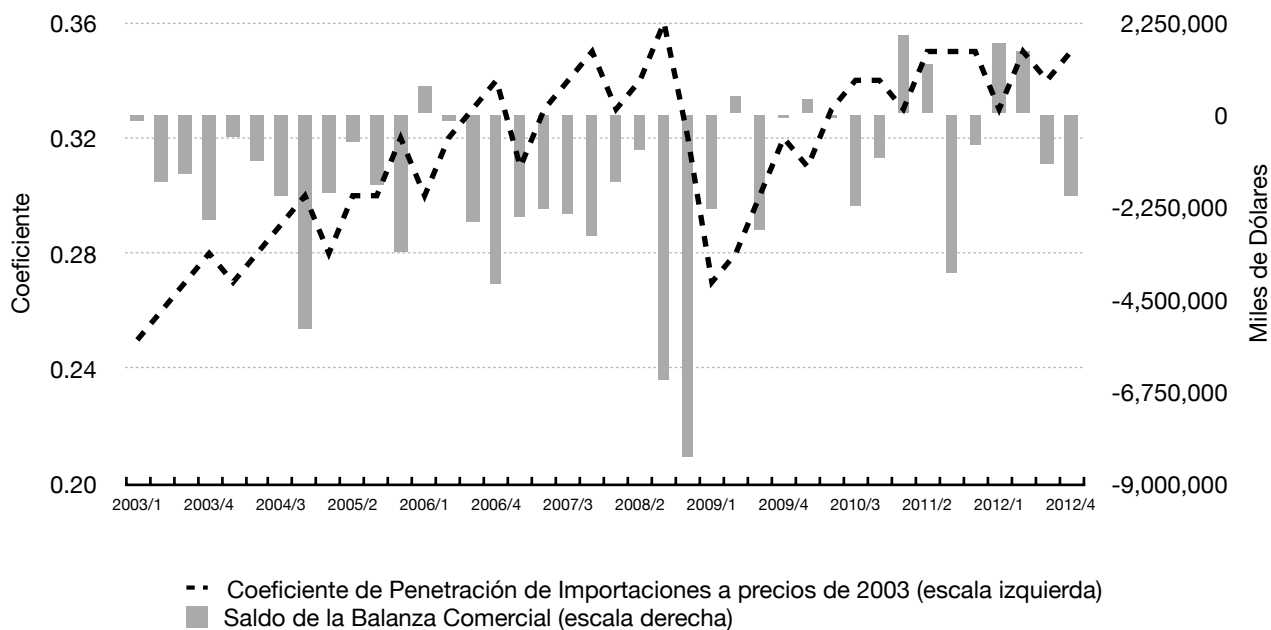
De acuerdo a Huerta (2011) el escaso crecimiento de la productividad y el incremento del diferencial de productividades entre México y Estados Unidos, no ha permitido hacer frente a la apreciación monetaria y ha llevado a sacrificar el crecimiento económico, esto al generar mayores desequilibrios productivos y presiones sobre el sector externo (p.155). El comportamiento de la productividad tanto en México como Estados Unidos, muestra una tendencia creciente, aunque se observa la pérdida de productividad que ha tenido México frente a éste (véase GRÁFICO V), lo que se reflejan en el déficit de comercio exterior con el resto del mundo y el incremento del coeficiente de penetración de las importaciones como se observa en GRÁFICO VI.

Se muestra una tendencia alcista de ambos índices aunque pareciera incrementarse dicha brecha a partir del año 2001, año en el cual Estados Unidos toma ventaja frente a la economía mexicana, incrementando el diferencial de productividades a raíz de dicho año, sin mostrar tendencia alguna de recuperación.



FUENTE: Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

GRÁFICO VI. COEFICIENTE DE IMPORTACIONES Y BALANZA COMERCIAL TOTAL
2003-2012



FUENTES: cálculos propios con base en datos de Banco de México.

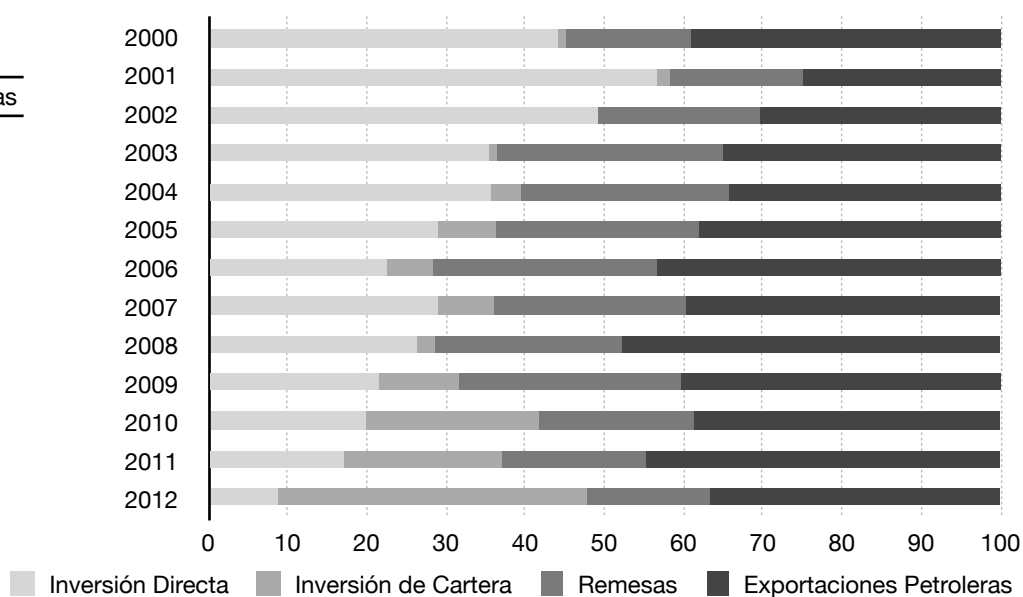
TABLA V
ENTRADA DE DIVISAS*
2000-2012
(MILLONES DE DÓLARES)

Año	Entrada de Divisas
2000	41,350
2001	53,070
2002	48,464
2003	53,044
2004	69,377
2005	84,072
2006	90,194
2007	107,781
2008	106,064
2009	76,332
2010	107,870
2011	125,777
2012	144,861

NOTA: *comprende la suma de la Inversión de Cartera, Inversión Extranjera Directa, Remesas y Exportaciones Petroleras

FUENTE: cálculos propios con datos del Banco de México.

GRÁFICO VII. COMPOSICIÓN DE LA ENTRADA DE DIVISAS
2000-2012



FUENTES: elaboración propia con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Banco de México.

La desaceleración del crecimiento de la productividad tanto como la apreciación monetaria han llevado en conjunto a la pérdida de competitividad de la economía nacional. Ambos representan los instrumentos de política más importantes para impulsar la competitividad, por ello, la apreciación del tipo de cambio se vuelve insostenible. La apreciación del tipo de cambio ha sido producto de la masiva entrada de flujos de capital, altos precios del petróleo, remesas y las bajas tasas de interés que se ofrecen en los mercados internacionales desembocando en una pérdida de competitividad que ha llevado a sacrificar mayores niveles de crecimiento económico.

El flujo de divisas hacia la economía nacional ha permitido sostener la estabilidad del tipo de cambio y lo ha llevado a apreciarse, ya que muestra una tendencia alcista de lo que va desde comienzos de la década de los 2000 (véase TABLA V). Llama la atención el cambio en la composición de las entradas de divisas (véase GRÁFICO VII), en los primeros años se observa mayoritariamente la participación de la IED, disminuyendo su participación para finales de la década y por su parte la inversión de cartera ha mostrado un considerable incremento en la participación por concepto de entrada de divisas al país.

Respecto a lo anterior Reyes *et al.* (2003) sostienen cómo los factores externos determinan fuertemente la paridad cambiaria, en su análisis encuentran factores tales como “el grado de inversión otorgado por las calificadoras a la deuda mexicana, el proceso de fusiones y adquisiciones en el sector bancario, las exportaciones de petróleo en relación con precios altos en el mercado internacional, Inversión Extranjera Directa, las remesas, las tasas de interés de Estados Unidos” (p.61).

Por su parte Guerrero y Urzúa (2007) sostienen que actualmente no existe preocupación alguna por el déficit de cuenta corriente con el resto del mundo “debido a la actual bonanza en el precio del petróleo, a la dinámica de las exportaciones ligadas a ciertos sectores de manufactura, y a las crecientes remesas de los mexicanos que trabajan en el extranjero” (p.158), debido a que tales factores equivalen a mayores entradas de divisas al país, lo que ha permitido hacer frente a dicho déficit, a lo anterior se le suma los de flujos de capital ante el diferencial de tasas de interés que también toma en cuenta dicho análisis.

Es pues, la suma del flujo de dólares hacia la economía mexicana emanada de las entradas por concepto de Inversión Extranjera Directa (IED), Inversión de Cartera, remesas o transferencias de los mexicanos en el exterior, más los dólares que se reciben ante el elevado monto de exportaciones petroleras, lo que en conjunto ha generado en el mercado de divisas una sobreoferta de dólares y ha permitido la apreciación de la moneda nacional; junto con ello las

acciones del banco central han permitido generar un ambiente favorable y atractivo para el flujo de capitales a la economía.

Es necesario conocer a detalle el comportamiento de la inversión, que es el factor que ha mostrado fuertes cambios durante el periodo que concierne a la presente investigación. A comienzos de la década de los 2000 tiene lugar una serie de venta y fusiones de los principales bancos en México que ayudan a entender el comportamiento de la IED, para el año 2000 se da la fusión de Bancomer a BBVA, en ese mismo año el banco Serfín fue adquirido por el grupo español Santander. En 2001 se vende y se fusiona Banamex a Citigroup, transacción que representó al rededor del 46 por ciento¹⁵ del dinero captado por concepto de IED.

De no haberse dado tales fusiones y ventas de bancos mexicanos, el comportamiento de la IED no hubiese sido de tales magnitudes, la disminución de la captación por tal concepto pareciera poner en manifiesto la incapacidad de México para atraer IED. Lo anterior se explica ante el actual escenario de menor competitividad de la producción nacional y disminución del mercado interno que ha llevado a la caída del margen de ganancia, por lo que a las empresas extranjeras no les resulta rentable establecerse en México y únicamente se han establecido algunas en búsqueda de la mano de obra barata.

Por el lado de la Inversión de Cartera, el incremento que se registra, se explica por el clima propicio que las autoridades monetarias han generado durante los últimos años para especular, como las altas tasas de retorno del capital. Por otro lado, el flujo de remesas tuvo su punto máximo en 2007 con 26,059 millones de dólares disminuyendo para 2008 y 2009 a causa de la crisis financiera en Estados Unidos, aunque en años anteriores mostraron considerables aumentos para después estabilizarse en ciertos niveles.

La inexistencia de factores internos que permitan mantener en el largo plazo los flujos de dólares hacia la economía Mexicana y por ende la estabilidad nominal del tipo de cambio, se reflejó en la crisis de 2008, año en el cual se disminuyó la entrada de dólares hacia la economía mexicana, al tiempo que se registró una salida de capitales, desembocando en una depreciación del tipo de cambio nominal.

Como respuesta a ello, las autoridades monetarias intervinieron en el mercado cambiario - como más adelante se analizará- en la búsqueda de frenar la salida de capitales, dotando al mercado de liquidez y de certidumbre. Además, las autoridades monetarias estadounidenses disminuyeron su tasa a niveles cercanos a cero como se observa en el GRÁFICO I. A pesar de la

¹⁵ Reyes *et al.* (2007).

intervención de las autoridades monetarias con el fin de dotar al mercado de confianza, se da un descenso en el superávit de la cuenta de capital, aunque dicho superávit lograría de 2010 en adelante, niveles superiores a los registrados a comienzos de la década.

En suma, el análisis anterior destaca la vulnerabilidad de la determinación de la paridad cambiaria, ya que ésta depende en su mayoría de los factores preponderantemente externos. Se depende de los flujos de capital como herramienta principal para mantener la estabilidad del tipo de cambio, flujos altamente volátiles, concentrando la inversión en el terreno especulativo más que en el productivo. Depender del flujo de remesas es depender del ciclo económico que atraviese Estados Unidos y por ende del mercado laboral de dicho país. Por otro lado y que es aún más delicado, la fuerte dependencia hacia las exportaciones petroleras para mantener la moneda nacional en los actuales niveles, tiene límites, siendo éste el fin a los altos precios del petróleo y de la era petrolera.

2.2 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: VULNERABILIDAD DE LA ECONOMÍA A CHOQUES EXTERNOS

¿Un tipo de cambio estable aísla a la economía de los choques externos? Como se ha señalado, en México no se trabaja estrictamente bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación. Uno de los planteamientos que se hace a favor de un régimen de tipo de cambio flotante es que éste aísla a las economías de los choques externos. El mecanismo es el siguiente: una caída de las exportaciones que se pueda traducir en una depreciación del tipo de cambio nominal podría llevar a una mejora de la competitividad. Ello permitiría mejorar la condición del país en la balanza comercial, siempre y cuando se cumpla la condición Marshall-Lerner, esto es, que la elasticidad de las exportaciones más la elasticidad de las importaciones sea mayor que la unidad, lo que es igual a una reacción positiva de las importaciones y las exportaciones a la depreciación del tipo de cambio. Este impacto positivo de la balanza comercial, se traduce en una mejora o estabilización del nivel del producto y del empleo, por lo que se dice que un régimen de tipo de cambio flotante aísla a las economías de los choques externos.

Una de las críticas que existe a esta bondad de los regímenes de tipo de cambio flotante de acuerdo a López y Perrotini. (2006) es que para la mayoría de los países desarrollados y en desarrollo los regímenes de tipo de cambio flexible han fallado en aislar de los choques externos negativos, mostrando una gama de evidencias empíricas que permiten conocer cómo las economías industrializadas durante las últimas décadas han atravesado episodios de desequilibrios en cuenta corriente, mientras que las naciones desarrolladas experimentaron una disminución en sus tasa de crecimiento (p.29). Lo que habría que analizar detrás de tal

planteamiento es si realmente el análisis de tales autores parte de regímenes de libre flotación, ya que como se analizará, los regímenes de tipo de cambio flexibles permiten aislar a la economía de choques adversos.

En México, la flexibilidad del tipo de cambio se ha limitado al movimiento de capitales propiciado ante el favorable clima de certidumbre - altas tasas de interés, finanzas públicas sanas y reformas estructurales- que ha redundado en mayores niveles de apreciación del tipo de cambio, por lo que el régimen cambiario y su supuesta flexibilidad han hecho más vulnerables a la economía mexicana ante choques externos negativos.

En los discursos del Banco de México (2011), pronunciados por Carstens se han presentado las bondades que un régimen de tipo de cambio flotante debería presentar como si se estuviese trabajando de dicha forma, al respecto señala que éste “ha ayudado a amortiguar los efectos negativos que sobre la economía interna tienen los choques externos adversos, máxime si consideramos que México es una economía abierta y relativamente pequeña” ello no ha sucedido en realidad, dado el régimen de tipo de cambio cuasi fijo.

Huerta (2004) encuentra que una simple depreciación del tipo de cambio ante una situación externa desfavorable, no lleva a que las exportaciones se incrementen y las importaciones disminuyan, mencionando que ello se debe no sólo a las distorsiones de precios sino también a “la apertura comercial, el menor nivel de productividad interno y el menor nivel de capacidad productiva para satisfacer la demanda, así como por la alta elasticidad del ingreso de los productos importados que está en función del tipo y calidad de dichos bienes” (p.87) por ello la economía mexicana continúa importando aunque exista una corrección de los precios relativos.

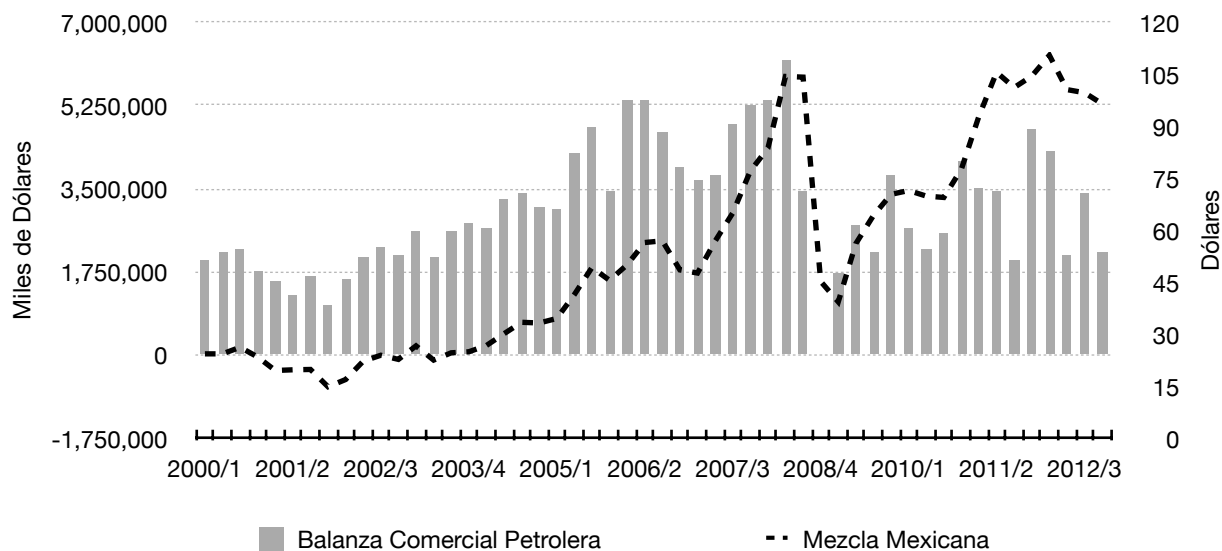
El índice del tipo de cambio real¹⁶ se incorpora como variable de análisis, puesto que va en la misma dirección que la competitividad, esto es, al apreciarse la moneda nacional el tipo de cambio real cae, lo que en teoría implicaría el encarecimiento de los productos nacionales frente a los extranjeros y una depreciación de la moneda nacional significa que el tipo de cambio real aumenta, lo cual implicaría lo contrario al mejorar la competitividad de la producción nacional. Respecto a esto, López y Perrotini (2006) en una lectura que hacen sobre Keynes y su análisis sobre los tipos de cambio, señalan que para éste lo que realmente importaba era el análisis del tipo de cambio real (p.10).

¹⁶ Es el tipo de cambio que resulta de multiplicar el tipo de cambio de equilibrio por la razón de precios de Estados Unidos y México. Proporcionando una medida de valor del dólar en términos de su poder de compra.

En el GRÁFICO IX se observa el movimiento del índice del tipo de cambio real¹⁷, junto con el comportamiento del saldo de la balanza comercial total, balanza comercial no petrolera y balanza comercial petrolera. Cabe aclarar que este índice muestra de forma más precisa la competitividad de los productos nacionales, en comparación si se hiciera únicamente utilizando el índice de precios México y Estados Unidos, cabe aclarar que ambas series muestran el mismo comportamiento.

El comportamiento principalmente de la balanza comercial total y de la balanza comercial no petrolera responde a los movimientos en el tipo de cambio, mientras que el superávit en la balanza comercial petrolera responde más a un efecto de precio (véase GRÁFICO VIII). Se incluye esta variable en el análisis puesto que permite observar cómo dicho superávit permite que el déficit comercial total sea menor, de no existir tal, el déficit comercial total podría ser mucho mayor

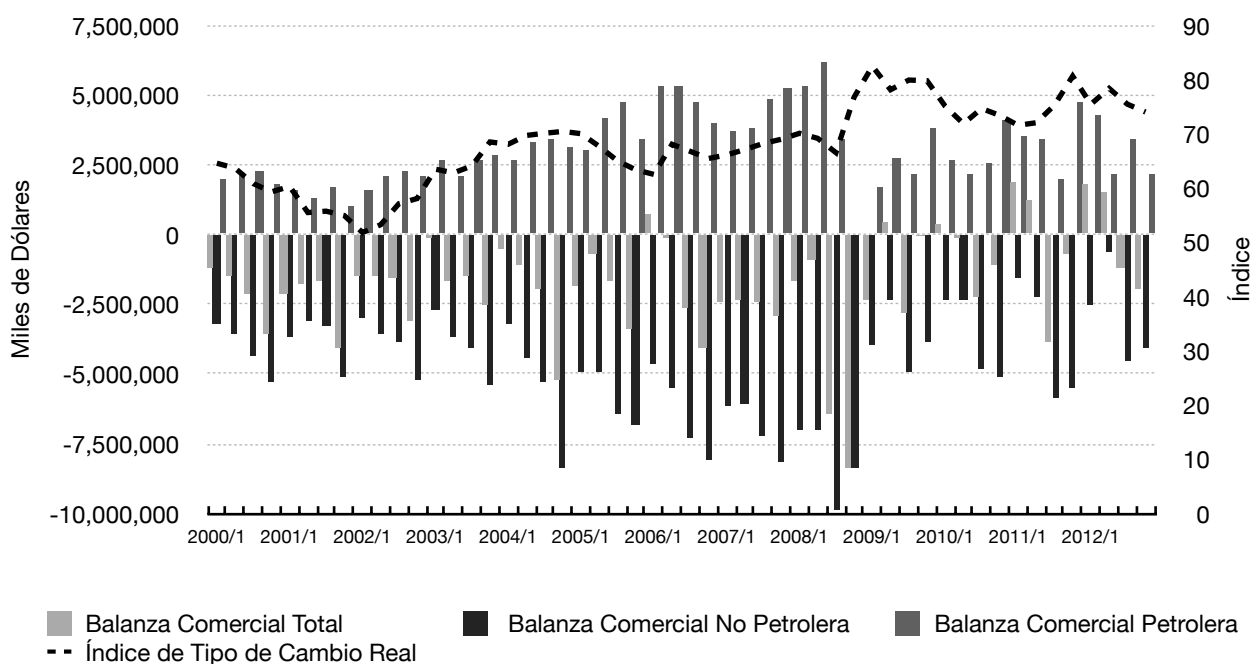
GRÁFICO VIII. BALANZA COMERCIAL PETROLERA Y MEZCLA MEXICANA 2000-2012.



FUENTES: Centro de Estudios de las Finanzas Públicas y Banco de México.

¹⁷ El ITCR es un cálculo realizado por Banco de México utilizando los precios del consumidor con respecto a 111 países.

GRÁFICO IX. BALANZA COMERCIAL TOTAL, BALANZA COMERCIAL NO PETROLERA Y BALANZA COMERCIAL PETROLERA 2000-2012



FUENTE: Banco de México.

Lo importante es centrar el análisis en el déficit comercial no petrolero, que no ha logrado corregirse a pesar de las depreciaciones del tipo de cambio real que se han dado más fuertemente a partir de 2009. De ello surge la pregunta ¿de qué magnitud debería de ser la depreciación del tipo de cambio nominal que ésta pudiese llevar a contar con un superávit en la balanza comercial no petrolera?

Una depreciación monetaria real, siempre y cuando se cumpla la condición Marshall-Lerner, va acompañada de una mejora en el saldo de la balanza comercial. A partir de 2008 tienen lugar ligeras depreciaciones del tipo de cambio real, con ello se observan ligeros superávits de la balanza comercial total, éstos en el segundo trimestre del 2009, en el primer trimestre del 2010, primer y segundo trimestre de 2011 e iguales trimestres en 2012. Sin embargo, en el caso de la balanza comercial no petrolera, se logra únicamente una disminución del déficit ante la depreciación monetaria real. Lo anterior se puede explicar por la caída del crecimiento del mercado mundial y la desaceleración económica de Estados Unidos, al igual que los fuertes rezagos productivos, no permiten hacer frente a tales movimientos del tipo de cambio para poder ajustar el déficit comercial no petrolero.

El saldo de la balanza comercial durante la última década ha mostrado un comportamiento deficitario, y se ha acompañado de una apreciación del tipo de cambio real y nominal -de acuerdo al que debería de prevalecer si se ajustara al PPC.

Para los años 2000 y 2001 se observa una fuerte apreciación del tipo de cambio real ante la fuerte entrada de IED a la economía mexicana, lo que llevó a profundizar el déficit comercial no petrolero. Las depreciaciones del tipo de cambio real que se vinieron dando a partir de 2002 fueron acompañadas de un incremento en el déficit comercial no petrolero, pero el incremento en el superávit petrolero permitió contrarrestar la magnitud de dicho déficit, llevando a que no fuesen tan grandes los déficits comerciales totales.

Para 2009 la apreciación del tipo de cambio, si se comparase con el tipo de cambio que debería prevalecer de acuerdo a la hipótesis del PPC, fue del 11 por ciento, ante la depreciación del tipo de cambio de mercado, para los siguientes años se coloca en los niveles de 2003 y 2004 con una apreciación del 21 y 24 por ciento para 2010 y 2011.

Con lo anterior se observa que a pesar que se dio una depreciación del valor del tipo de cambio de mercado y se disminuyeron los niveles de apreciación del tipo de cambio, no hubo una mejoría de la balanza comercial no petrolera y los superávits comerciales totales se explican por el superávit petrolero, lo cual parece dar indicios que la estabilidad del tipo de cambio convierte a la economía mexicana más vulnerable a los choques negativos externos.

TABLA VI
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES E
ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Año	Exportaciones	Importaciones	Índice del Tipo de Cambio Real (Base 1996)
2004	11.5	10.7	74.2
2005	6.8	8.5	71.4
2006	11	12.6	70.1
2007	5.8	7.1	72
2008	0.5	2.6	74.6
2009	-13.5	-18.4	85.7
2010	21.6	19.6	78.9
2011	7.5	7.1	79.5
2012	4.6	4.1	81.2

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Banco de México.

El mayor ritmo de crecimiento que han tenido las importaciones sobre las exportaciones ha dado lugar a que continúe el saldo negativo de la balanza comercial. En la TABLA VI se observa tal comportamiento, llama la atención en 2008 por el raquítico desempeño ante el comienzo de la crisis y en 2009 donde se da una fuerte caída del crecimiento de las exportaciones e importaciones, al tiempo que ocurre una depreciación del tipo de cambio real, lo que supondría un aumento de la competitividad.

López y Perrotini (2006) muestran como los países en desarrollo enfrentan dificultades adicionales para absorber choques externos negativos “principalmente la dolarización de los pasivos y desajuste monetario estructural entre activos y pasivos. Mientras que lo primero hace que los tipos de cambio flotantes sean insostenibles, lo último detona bancarrotas y crecientes riesgos de insolvencia” (p. 24). Los autores hacen a un lado el poder del gobierno de declarar una moratoria de la deuda externa, por lo que no necesariamente por tales vulnerabilidades se deba de sostener que sean insostenibles los regímenes de tipo de cambio flotante.

Finalmente, existe evidencia para afirmar que el actual régimen de tipo de cambio no aísla a la economía mexicana de choques externos, ya que en realidad no se ha dejado flotar al tipo de cambio. Por el contrario, mantener un tipo de cambio estable ha vuelto más vulnerable a la economía mexicana hacia los choques negativos externos. Para el caso más reciente de 2008 se observó una depreciación del tipo de cambio real que fue minimizada por las intervenciones del banco central -lo que es equivalente a un incremento de la competitividad- a pesar de ello no se vio reflejado en una mejora de la balanza comercial, más bien, en ese mismo año se registró un déficit mucho mayor a los años anteriores y una ligera reducción del déficit a partir de 2009, lo que de acuerdo a la teoría debió de haber ido acompañado de un superávit, al mejorar la competitividad de los productos nacionales frente a los extranjeros.

2.2.1 EL AJUSTE EXTERNO

En un contexto de globalización las economías compiten en los mercados internacionales. Existen diversos planteamientos indicando que una economía de libre competencia y sin interferencias gubernamental tenderá a adoptar una especialización productiva y de su comercio exterior acorde con sus ventajas comparativas sin embargo, el caso de México no ha mostrado dicho comportamiento.

La dificultad del ajuste del sector externo ha venido ahondándose ante la pérdida de capacidades productivas del país, esto es, el menor nivel de capacidad productiva derivado de un menor tamaño de la industria nacional. Esto ha sido resultado de la pérdida de competitividad de los productos en el exterior, impulsado principalmente por dos factores: un dólar barato y los diferenciales de productividad entre México y los socios comerciales.

A lo anterior se le añade que una simple depreciación del tipo de cambio es incapaz de ajustar el saldo de la balanza comercial como señala Huerta (2004) y se ha analizado en el

apartado anterior. El ambiente de liberalización económica y el régimen de tipo de cambio actual han dejado atrás toda posibilidad de un ajuste en el sector externo de la economía.

En Huerta (2011) se encuentra un análisis detallado de las dificultades del ajuste, abarcando aspectos desde la liberalización comercial, dificultades de la depreciación y políticas económicas restrictivas. Resalta el carácter de corto plazo de las políticas restrictivas dirigidas a disminuir las presiones sobre el déficit de comercio exterior y que traen consigo altos costos sobre el sector productivo, afectando el crecimiento de la productividad y por ende la caída de la competitividad (p.162).

A la dificultad del ajuste del sector externo también se le suman las depreciaciones competitivas o de 'empobrecer al vecino' (*beggar-thy-neighbour*), de las cuales se habló en el capítulo anterior; los desalineamientos del tipo de cambio que han beneficiado a las economías con las cuales compite la economía mexicana a nivel internacional, llevan a una situación aún más peligrosa para la economía nacional. Por otro lado, la depreciación de la moneda tendría altos costos además que sería incapaz de ajustar el sector externo ante la pérdida de capacidades productivas de la economía nacional.

En primer lugar, esto traería consigo un proceso inflacionario de fuertes dimensiones al igual que una espiral de depreciación que llevaría a agrandar el incremento de precios. Los altos coeficientes importados permitirían trasladar el aumento de los precios directamente al consumidor, impactando fuertemente sobre el ingreso de las familias y empresas. La desestabilización del tipo de cambio vendría ante la salida masiva de capitales, para tratar de evitar la pérdida de valor de sus inversiones. Lo anterior llevaría al gobierno a implementar políticas económicas aún más restrictivas en la búsqueda de frenar la salida de capitales de la economía.

Esto último tendría un efecto recesivo sobre la economía nacional, incrementando el déficit de comercio exterior, por lo que se requeriría incrementar la entrada de capitales para hacer frente a dicho déficit.

En segundo lugar, los altos niveles de deuda externa (véase TABLA IV) que en 2012 superaron los 121 mil millones de dólares y desde 2000 a 2012 se incrementaron en 1.7 veces, tornaría aún peor la situación ya que se tendrían que pagar más unidades de moneda nacional por dólar, ocasionando problemas de insolvencia por parte de los deudores.

2.3 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE: INFLUENCIA EN EL FLUJO DEL CAPITAL FINANCIERO Y CONTRIBUCIÓN A LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Dentro de la teoría poskeynesiana se argumenta que la volatilidad del tipo de cambio, en particular la que es causada por la especulación, trae consigo altos costos en la economía real. En este apartado se pretende analizar la importancia y la relación de la estabilidad del tipo de cambio y los flujos de capital hacia la economía mexicana, así como la inestabilidad financiera que éstos podrían producir.

Señala Mosler (2003) que el 'mainstream' generalmente apoya los tipos de cambio flotantes y los libres flujos de capital, debido a que los tipos de cambio fijos y otras formas de controles de capital interfieren con las fuerzas de mercado, a pesar de que los apoyan, en la práctica no se observa dicho comportamiento como analizan Calvo y Reinhart (2002). La excepción a ello, menciona el 'mainstream', son los países donde la flotación del tipo de cambio no es factible ante la alta inflación, la fijación de los inversionistas hacia la estabilidad o la falta de credibilidad de las autoridades monetarias, por lo que se podrían implementar juntas monetarias o la sustitución monetaria, como alternativas.

En este sentido, los planteamientos ortodoxos sostienen que las *corner positions* son los únicos regímenes de tipo de cambio factibles, siendo la libre flotación el modelo ideal, mientras que los tipos de cambio rígidos una solución alternativa para las economías.

La apreciación del tipo de cambio juega un papel importante en estos términos, puesto que contribuye a generar un ambiente de confianza y permite un mayor flujo de capitales hacia la economía, puesto que la moneda se valoriza en términos de moneda extranjera. Al respecto nos dice Chang y Grabel. (2006) "un país con una moneda que se revalúa es un país que se ha ganado la confianza de los inversores (como la compra de activos nacionales por parte de extranjeros pone de manifiesto). Un país con una moneda que se deprecia es un país del que los inversores tienen una peor opinión". (p.162)

Continuando con Chang y Grabel (2006) el *mainstream* ha apostado por los tipos de cambio flotantes bajo la idea que ellos han dotado de mayor grado de estabilidad financiera, ante la falta de motivos de los especuladores para poner a prueba el compromiso de las autoridades monetarias de pagar en cierto monto por unidad de divisa. Sin embargo, como se analizará en el presente apartado, la completa convertibilidad monetaria es factor que se torna fuertemente problemático en términos de estabilidad financiera.

El proceso de financierización de las economías ha llevado a las economías subdesarrolladas a ser más propensas a las crisis financieras. Grabel (2003) analiza cómo la integración financiera neoliberal induce a riesgos, los que ella llama “riesgos de la integración financiera neoliberal” que comprende: el riesgo cambiario (*currency*), de salida (*flight*), de fragilidad (*fragility*), de contagio (*contagion*) y de soberanía (*sovereignty*).

En el siguiente cuadro, se muestra en qué consiste cada uno de ellos así como los factores que impulsan a agravar dichos riesgos, el primero de ellos -riesgo cambiario- por su naturaleza, es el que más interesa, sin embargo se observa que de éste pueden derivar y agravarse los demás tipos de riesgos, por lo que se ha considerado incluirlos en el presente cuadro.

RIESGOS DE LA INTEGRACIÓN FINANCIERA NEOLIBERAL*

Tipo de Riesgo	Definición	Agravado por:
Cambiario (<i>Currency</i>):	<i>Riesgo que existe ante el colapso de una moneda, debido a la decisión de los inversionistas de vender los valores en su posesión.</i>	-Insuficiencia de reservas. - Incapacidad de organizar rescates multilaterales. -Convertibilidad de la moneda. -El hecho que los inversores compren y vendan de acuerdo a las tendencias del mercado. - Estatus de una economía emergente.
Salida (<i>Flight</i>):	<i>Riesgo de que los poseedores de activos financieros líquidos, vendan sus valores, causando significantes caídas en los valores de activos y colaterales y un incremento del ambiente de riesgo en la economía.</i>	-El hecho que los inversores compren y vendan de acuerdo a las tendencias del mercado. - Estatus de una economía emergente. -Convertibilidad de la moneda. -Ausencia de mecanismos para manejar flujos de capital.
Contagio (<i>Contagion</i>):	<i>Riesgo que un país caiga como víctima de la inestabilidad macroeconómica y financiera originada en otra parte.</i>	-Apertura financiera. -Extensión del riesgo cambiario, de salida y de fragilidad.
Soberanía (<i>Sovereignty</i>):	<i>Riesgo de que un gobierno se enfrente a restricciones en su habilidad de perseguir políticas independientes tanto económicas como sociales una vez que se enfrenta a crisis financieras.</i>	-Estatus de una economía emergente. - Ausencia/insuficiencia de medidas para restringir el riesgo cambiario, de salida, de fragilidad y de contagio.

NOTA: *Traducción del Autor

FUENTE: Grabel (2006)

Grabel (2003) señala que los riesgos cambiarios son atributo a cualquier régimen de tipo de cambio, especialmente aquellos que mantienen una completa convertibilidad (p.6). La libre flotación no es la excepción, se habla de riesgos cambiarios cuando la moneda de un país puede experimentar una caída en su valor.

En el caso de las economías emergentes el riesgo cambiario es aún mayor por dos razones según Grabel (2003): la primera de ellas señala que “en economías emergentes es menos probable que los gobiernos mantengan las suficientes reservas y que permita proteger el valor de su moneda para enfrentar una salida generalizada de inversionistas” (p.6). Es por ello que un pánico podría desencadenarse ante la preocupación de los inversionistas acerca de la insuficiencia de las reservas. El caso de México es muy particular, puesto que se depende del superávit de la cuenta de capital para saldar el déficit de cuenta corriente, y a pesar que tenga un estatus de economía subdesarrollada, las autoridades monetarias han logrado hacer crecer las reservas internacionales hasta máximos históricos, con el fin de dotar a los inversionistas de confianza y poder enfrentar una salida generalizada de inversionistas, aunque sin sustento interno, más bien externo, por lo que en caso de una salida generalizada de capitales sería eminente una espiral devaluatoria.

Es importante recordar el planteamiento de Wray (2012), en el cual señala que las autoridades monetarias no deberían de temer quedarse sin reservas internacionales ya que no comprometen el pago de moneda nacional por moneda extranjera a una paridad fija. Así mismo, al operar bajo un régimen de tipo de cambio flotante, el cambio en las reservas, en teoría debería de ser cero, por lo que no deberían de incrementarse las reservas internacionales. El gobierno mexicano, si en realidad trabajase bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación no debería temer quedarse sin reservas internacionales, justamente porque no existe un compromiso de pagar a una cotización fija por unidad de dólar.

Es precisamente por el riesgo que una salida de capitales traería consigo y la búsqueda de una aparente estabilidad, la principal razón que las autoridades monetarias buscan incrementar el monto de las reservas internacional dotando de confianza a los mercados. De darse una fuga generalizada de capitales se correría el riesgo que la depreciación del tipo de cambio lleve a incrementar la inflación, así también la pérdida del valor de los activos que los extranjeros invirtieron en nuestro país, ya que tendrán que pagar más pesos por unidad de dólar de los que invirtieron inicialmente.

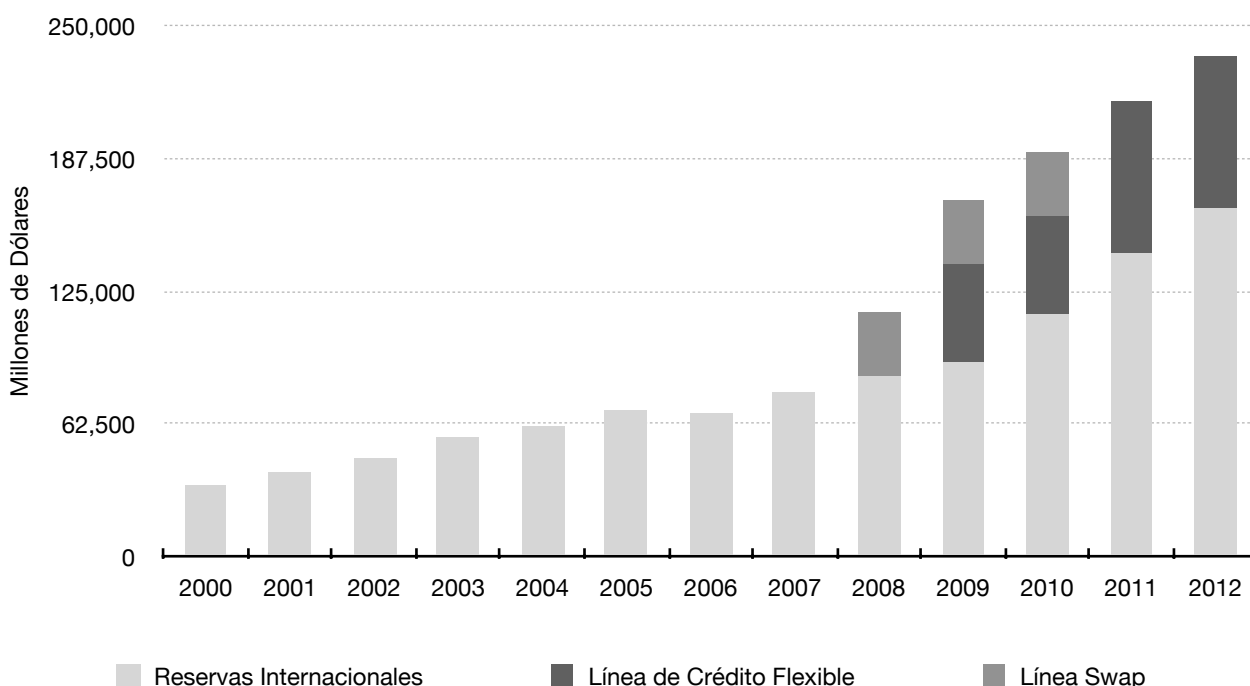
La segunda razón por la cual los gobiernos no son capaces de hacer frente a los riesgos cambiarios de acuerdo a Grabel (2003) es que “los gobiernos de las economías emergentes raramente son capaces de orquestar rescates multilaterales de la moneda” (p.6). México ha sido una de las economías mejor comportadas a nivel mundial, es decir, ha sido una de las economías que ha seguido tal cual las recetas del FMI y del Banco Mundial. Con fundamentos económicos sólidos según el discurso oficial, quizá esto no se trate del caso de México, ya que gracias a su obediencia hacia dichos organismos se ha podido hacer de apoyos multilaterales, por ejemplo, en

abril 2009 se adquirió una Línea de Crédito Flexible de 47 mil millones de dólares con el FMI que estará vigente hasta 2014, incrementándose el monto a 73 mil millones de dólares de 2012 a 2014. Por otro lado, la Línea *Swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos que se adquirió el 29 de octubre de 2008 y culminaría el 1 de febrero de 2010, consistía en un mecanismo de intercambio recíproco y temporal de divisas. En ambos casos se buscó hacer frente a un posible choque externo negativo ante la inestabilidad de los mercados del resto del mundo.

Por su parte, la pérdida de soberanía de la que habla Grabel (2003) nace a partir que dicho capital lo exige tácitamente, el gobierno tiene que implementar políticas contraccionistas como las altas tasas de interés, reducción del déficit público con miras a disminuir la salida de capitales y no se ahonde la caída del valor de la moneda. La implementación de tales políticas no otorga margen de maniobra para perseguir una política expansionista, ante el intento de las autoridades de detener la salida de capitales. Esto también sucede al recibir ayuda de organismos internacionales como el FMI, mismos que condicionan su ayuda a la implementación de un *set* de políticas contraccionistas o restrictivas y que terminan por ahondar los problemas que aquejan a las economías subdesarrolladas.

Los riesgos que ha traído consigo el proceso de financierización en la economía nacional ha ocasionado que el conjunto de la política económica y en particular la política monetaria y cambiaria se concentren en perseguir los objetivos de estabilidad para resguardar y garantizar la permanencia de capitales y no desestabilicen al sector financiero de la economía. Como se ha analizado, los riesgos derivados de la integración financiera neoliberal se encuentran fuertemente relacionados, y es por ello que de darse el riesgo cambiario esto pueda desembocar en un círculo vicioso o espiral de depreciación del tipo de cambio ante la salida de capitales y el incremento de la fragilidad financiera.

GRÁFICO X. RESERVAS INTERNACIONALES, LÍNEA DE CRÉDITO FLEXIBLE* Y LÍNEA SWAP**
2000-2012



NOTAS:

* La Línea de Crédito Flexible se aprobó el 17 de abril del 2009 y se ha renovado en 2010, 2011, 2012 y actualmente con una vigencia hasta 2014.

** La "Línea Swap" estuvo vigente del 29 de octubre de 2008 al 1 de febrero de 2010.

FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México.

2.4 REDUCCIÓN DE LOS GRADOS DE LIBERTAD DE LA POLÍTICA MONETARIA EN UN ESCENARIO DE TIPO DE CAMBIO ESTABLE

Una de las bondades de trabajar bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación, es que éste dota de mayores grados de libertad para dirigir la política económica hacia otros objetivos -y no el de estabilizar el tipo de cambio- la clave radica en que no se compromete mantener el tipo de cambio a cierto nivel, por lo que se otorga independencia a la política monetaria, permitiendo fijar la tasa de interés con miras hacia otras metas (pleno empleo, crecimiento económico y estabilidad de precios).

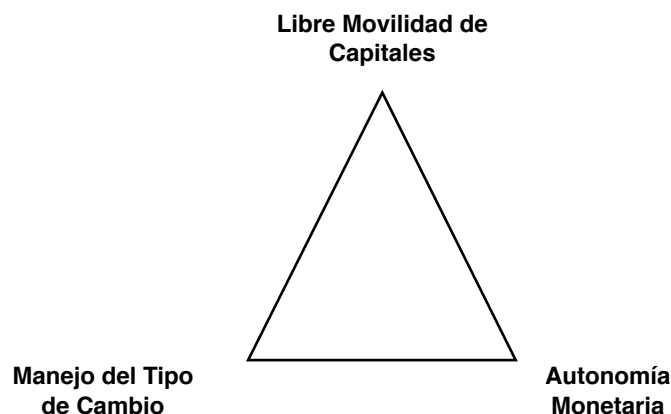
En este punto, se analiza el papel de las autoridades monetarias, cómo se han enfocado principalmente en estabilizar y minimizar la volatilidad del tipo de cambio para que ello no termine por ocasionar un riesgo cambiario y desemboque en los riesgos de salida de capitales y de un incremento de la pérdida de soberanía como se analizó de acuerdo a Grabel (2003) que desestabilice principalmente el nivel de precios internos.

2.4.1 RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA A LOS MOVIMIENTOS DEL TIPO DE CAMBIO

El actuar de la política monetaria en México permite también concluir que no se trabaja bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación como las autoridades monetarias sostienen. A pesar que se sostenga que la política monetaria es el ancla nominal de la economía, el tipo de cambio ha persistido como ancla de la inflación.

En esta misma tónica Klein y Shambaugh (2010) y Gagnon y Hinterschweiger (2011) sostienen que ante la presencia de sofisticados mercados financieros y pocas restricciones a los flujos de capital, existe un principio generalmente aceptado en las finanzas internacionales conocido como trilema de la política monetaria o trinidad imposible, misma que consiste en que los hacedores de política sólo pueden elegir dos de tres características deseadas: 1) independencia de la política monetaria -libertad de fijar la tasa de interés; 2) política de tipo de cambio independiente - libertad de fijar (o estabilizar) el tipo de cambio; y 3) liberalización de los mercados de capital.

FIGURA I. TRINIDAD IMPOSIBLE.



FUENTE: Klein *et al.* (2010).

El trilema de la política monetaria muestra como una economía que opera con una libre movilidad de capitales y un régimen de tipo de cambio controlado, tiene forzosamente que subordinar la autonomía monetaria con miras a mantener el valor de la moneda estable. El escenario anterior permite comprender el actuar de las autoridades monetarias en México, mantener un tipo de cambio estable obstaculiza y reduce el margen de maniobra de la política monetaria para dirigirla hacia otros objetivos como el crecimiento y el empleo.

Un banco central tiene dos principales herramientas para incidir sobre la determinación del valor de la moneda. La primera de ellas, es la política monetaria, por medio de la tasas de interés, mientras que, una segunda herramienta consiste en las intervenciones en el mercado cambiario por medio del mecanismo de subastas.

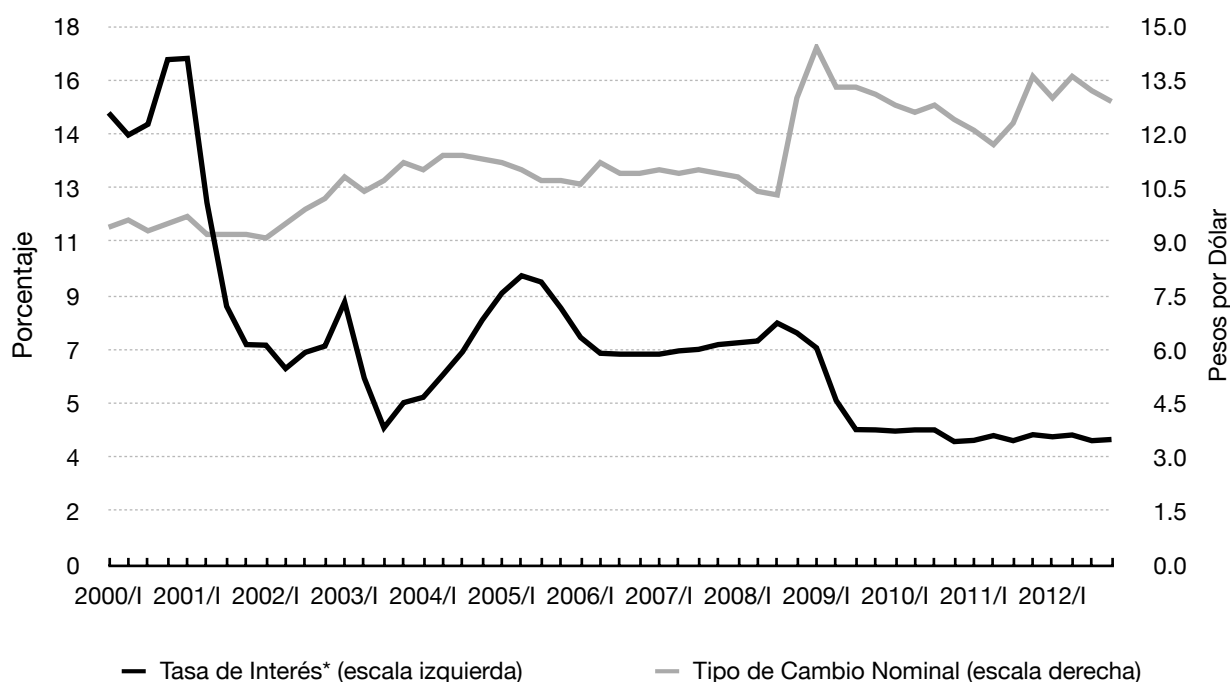
Al respecto mencionan Gagnon y Hinterschweiger (2011) “incrementando la tasa de interés se incrementa el valor de la moneda, y bajando la tasa de interés el valor de la moneda cae” (p.13). Ello con base al modelo estándar que sostiene que un incremento en el diferencial de tasas de interés entre la tasa de interés nacional y la internacional llevará al tipo de cambio en una dirección opuesta a la esperada en el futuro.

El banco central en México opera bajo el mandato único de mantener un entorno de baja y estable inflación, haciendo uso de la política monetaria para incidir sobre la determinación de la tasa de interés. Por ello que la tasa de interés es el principal instrumento para evitar presiones sobre los precios, y de acuerdo a lo que sostiene Esquivel (2010) el banco central actuando de forma predecible acorde a la regla de Taylor. Esto a su vez se convierte en un impedimento para que una economía como la mexicana trabaje bajo un régimen de tipo de cambio flotante, puesto que la tasa de interés se convierte en un factor preponderante para la atracción de capitales, y su determinación sea manipulada por medio de tal herramienta.

Uno de los principales problemas que acompaña a los movimientos del tipo de cambio es el elevado traspaso del tipo de cambio a precios, siendo éste una de la principales fuentes de presiones sobre los precios. Respecto a ello, Galindo y Ros (2006) sostienen que de darse una devaluación del tipo de cambio nominal el banco central reacciona elevando la tasa de interés con el fin de evitar presiones inflacionarias, también indicando que “una apreciación del tipo de cambio que reduce las presiones de precios no se traduce en una disminución consecuente de la tasa de interés. En este sentido, el Banco de México mantiene una política asimétrica ante el movimiento del tipo de cambio, que se traduce en una apreciación paulatina del tipo de cambio real” (p.86).

Continuando con Galindo y Ros (2006) señalan que existe evidencia empírica de la presencia de una política asimétrica con una tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, su estudio muestra que para el periodo de 1995 a 2004 “sólo muestra una respuesta sistemática a las devaluaciones del tipo de cambio, elevando la tasa de interés, mientras que sobrevaluaciones del tipo de cambio nominal no van seguidas de una respuesta sistemática” (p.86)

GRÁFICO XI. TASA DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL 2000-2012



NOTA: * Se utilizan los Certificados de la Tesorería a 28 días corresponden promedio trimestral. Se utiliza el tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en República Mexicana.

FUENTE: Banco de México.

En concordancia con lo anterior, en el GRÁFICO XI se ilustran los movimientos de la tasa de interés en México y el tipo de cambio desde el año 2000 donde se observa que ante pequeñas depreciaciones del tipo de cambio el banco central reacciona elevando la tasa de interés, aunque a partir del 2008 pareciera no continuar dicho comportamiento. La depreciación del tipo de cambio del 26 por ciento que se da para el cuarto trimestre del 2008 no va acompañado de incrementos en la tasa de interés, sino al contrario, comienza una tendencia decreciente de niveles de 7 por ciento para estabilizarse a niveles de 4 por ciento por medio de bajar la tasa de interés objetivo ¿cómo se explica este cambio?

En realidad la tasa de interés continuó siendo un instrumento para el control del tipo de cambio ya que continuaron los fuertes diferenciales de tasas de interés entre México y el resto del mundo. Sin embargo, como se demostró empíricamente y de acuerdo a Calvo y Reinhart (2002) las reservas internacionales han funcionado como una herramienta para limitar la flotación del tipo de cambio. El fuerte crecimiento de las reservas internacionales (véase GRÁFICO X) va en contra de lo que en teoría debería presentarse, lo que da indicios de presencia activa de las autoridades en el mercado cambiario.

En este sentido, de acuerdo a Capraro y Perrotini (2011) de 1996-2010 el Banco de México intervino en el mercado de divisas de forma frecuente, mostrando dos únicas excepciones, el

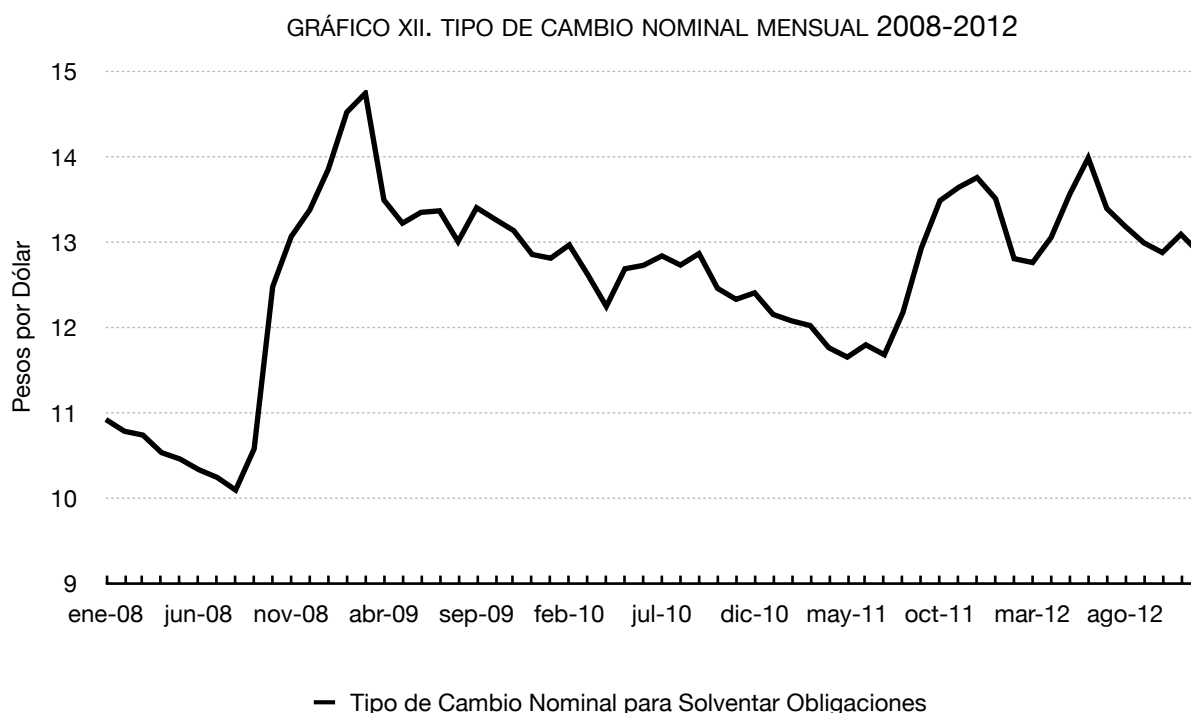
periodo que comprende de junio de 2001 a mayo de 2003. Según estos mismos autores, esto se dio por medio de nueve mecanismos:

1. *Subastas de opciones de venta de dólares entre agosto de 1996 y junio de 2001, así como desde febrero de 2010 a diciembre de 2010.*
2. *Subastas de dólares entre febrero de 1997 y junio de 2001.*
3. *Mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales entre mayo de 2003 y julio de 2008.*
4. *Subastas de dólares extraordinarias en octubre de 2008.*
5. *Subastas de dólares con precio mínimo durante octubre de 2008 a abril de 2010.*
6. *Subasta de dólares sin precio mínimo, vigente de marzo de 2009 a septiembre de 2009.*
7. *Subasta de créditos en dólares por disposición de línea swap con la FED.*
8. *Venta directa de dólares en el mercado spot en septiembre de 1998 y febrero de 2009.*
9. *Línea de créditos flexibles que negoció la Comisión de Cambios (CC) con el FMI por 48,000 md, vigente de 2009 a 2010; sin embargo, cabe indicar que para el periodo de este estudio no se utilizó (p.20).*

Capraro y Perrotini (2011) sostienen que las autoridades monetarias realizan intervenciones en el mercado cambiario principalmente porque “la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés (PDI) no se convalida, por lo tanto, si el banco central manipulara la tasa de interés para controlar el tipo de cambio no lograría su cometido, ya que los flujos de capital no responden solamente al diferencial de tasas de interés, sino que también responden a otras variables (por ejemplo, la prima de riesgo, el fenómeno conocido como *flight to quality*)” (p.21). A pesar de ello, existe una suerte de supremacía de la tasa de interés como herramienta para la atracción de capitales, además que la prima de riesgo es determinada por el nivel de tasas de interés nacional y extranjera.

El periodo que comprende de 2008 a 2012 mostró una presencia mucho más activa de las autoridades en el mercado cambiario, dada la coyuntura que atravesaba la economía mundial. Fue a partir del cuarto trimestre del 2008 que el banco central comenzó a intervenir fuertemente en el mercado de divisas con el fin de mejorar las condiciones de liquidez. A partir de 2008 se observó la intervención por medio de los mecanismos de subastas de dólares extraordinarias,

subastas de dólares con precio mínimo, subasta de créditos en dólares por disposición de la Línea *Swap*, venta directa de dólares en el mercado *spot*.



FUENTE: Banco de México.

Con el fin de proveer de liquidez al mercado cambiario el Banco de México señala que en el cuarto trimestre de 2008 se optó por dos medidas principales ante el incremento de la demanda por dólares. La Comisión de Cambios resolvió hacer frente a tal incremento por medio de subastas¹⁸, menciona el Banco de México (2008) que “a partir del 9 de octubre, se reactivó el mecanismo de venta de dólares a través de subastas diarias con precio mínimo. El Banco de México ofreció diariamente 400 millones de dólares mediante subastas a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior” (p.63). Al igual que se intervino por medio de subastas extraordinarias en cinco ocasiones por un monto de 11 mil millones de dólares.

Para 2008 el monto de divisas inyectadas al mercado por estos mecanismos ascendió a 15,178 millones de dólares. Tales intervenciones permitieron minimizar la depreciación del peso mexicano frente al dólar, pero éstas continuarían y se desvalorizaría en mayor proporción para 2009, alcanzando niveles de 14.7 pesos por dólar en marzo de dicho año.

De acuerdo al Banco de México (2009) “en el contexto de menores ingresos de divisas y condiciones de astringencia prevalecientes en los mercados financieros internacionales [...] surgió

¹⁸ El informe del Banco de México señala que únicamente estaban autorizadas las instituciones de banca múltiple y banca de desarrollo del país.

la percepción entre los inversionistas de que México podría tener problemas para financiar el moderado incremento proyectado para 2009 en el déficit de cuenta corriente. Ello provocó un episodio de elevada incertidumbre en el mercado cambiario” (p.69).

Para 2009 se dio una caída del 28 por ciento de los ingresos de divisas¹⁹ que se recuperaría para el siguiente año a niveles de 2007, retomando la tendencia creciente que venía mostrando desde principios de la década. El banco central llevó a cabo acciones con el fin de otorgar confianza al mercado cambiario por medio de la provisión de liquidez, al igual como lo hizo en 2008.

Entre las acciones emprendidas para 2009, se encuentran de acuerdo al Banco de México (2009) la publicación de proyecciones indicando la inexistencia de problemas para financiar el déficit de cuenta corriente; un mecanismo para proveer de liquidez al mercado a su vez que se garantizó que parte de la acumulación de las reservas en 2009 se vendiera al mercado, lo que se fue modificando de acuerdo al mejoramiento del mercado cambiario. Por otra parte, se dio la aprobación por parte del Fondo Monetario Internacional el 17 de abril de 2009 de la “Línea de Crédito Flexible” por un monto de 47 mil millones de dólares. Al igual que se hizo uso de la Línea *Swap* con la Reserva Federal de Estados Unidos con un monto de 3,221 millones de dólares. Ambas como medidas precautorias y con el fin de otorgar confianza a los mercados (p.69). En 2009 la venta de dólares ascendió a 16,246 millones de dólares de acuerdo a lo reportado por dicha institución.

Para 2010 el panorama en el mercado cambiario parecía mejorarse. El Banco de México (2010) en su Informe Anual señala el fortalecimiento de la moneda nacional derivada de una mejora en la percepción del riesgo asociada a la economía mexicana como resultado de tres factores: mejores perspectivas del crecimiento de Estados Unidos; liquidez de los mercados financieros internacionales; y mejora en las expectativas de gasto interno nacional (p.54).

Todo ello permitió una notable apreciación del peso mexicano por lo que la Comisión de Cambios reiniciaría la subasta de opciones que dan derecho a los participantes a venderle dólares al Banco de México, ello como un mecanismo de acumulación de reservas internacionales, logrando un saldo de 113,597 millones de dólares para finales de año (veáse gráfico 10). Al igual que se dio fin a las subastas de venta diaria de dólares a un precio mínimo que se habían iniciado en octubre de 2008.

¹⁹ Comprende la suma de la Inversión de Cartera, Inversión Extranjera Directa, Remesas y Exportaciones Petroleras.

Continuaron las medidas precautorias por medio de la renovación de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional, ello en marzo de ese mismo año así como para el mes de diciembre solicitó la renovación y aumento del monto por 72,000 millones de dólares.

Para el siguiente año, el comportamiento del tipo de cambio mostró dos episodios como se ilustra en el GRÁFICO XII, una clara tendencia a la apreciación hasta agosto de ese mismo año, que es cuando comienza a depreciarse el tipo de cambio nominal. Los motivos de la apreciación del tipo de cambio fueron los mismos señalados en 2010 al igual que los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana que dotaron de confianza a los inversionistas.

Nuevamente a partir del mes de agosto de 2011 el tipo de cambio comienza a depreciarse, en este sentido el Banco de México (2011) señala que el periodo de mayor volatilidad es resultado de la incertidumbre presente en los mercados internacionales y de “la menor disposición a tomar posiciones de riesgo por parte de los inversionistas” causando fuertes fluctuaciones en el valor de las monedas en economías emergentes, todo ello propiciado por temor a la posibilidad de una caída de la eurozona (p.53).

Como respuesta a lo anterior, la Comisión de Cambios suspendió el mecanismo de acumulación de reservas internacionales por medio de subastas de opciones que otorgan el derecho de vender dólares al Banco de México de igual forma se retomó el mecanismo de subastas por medio de una oferta diaria de 400 millones de dólares, otorgadas a un tipo de cambio que como mínimo fuera del dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior, como también se hizo en 2008, no obstante dichas intervenciones no hubieron asignaciones del monto subastado.

Para 2012 el Informe Anual del Banco de México señala que la incertidumbre de los mercados internacionales y la migración de inversiones hacia activos considerados como “refugios de valor”, incidió sobre el valor de la moneda nacional (p.53). En este mismo año el tipo de cambio abrió mostrando una tendencia hacia la apreciación, pero de abril a junio se mostró un escenario de depreciaciones del tipo de cambio, restableciéndose a partir de julio, con una recuperación del valor de la moneda.

La acciones de la Comisión de Cambios para 2012 fueron como las acostumbradas, se decidió comenzar las subastas de dólares con precio mínimo por un monto de 646 millones de dólares, la primera de ellas el 23 de mayo por un monto de 258 millones de dólares, la segunda el 31 de ese mismo mes por 107 millones de dólares y una última el 23 de julio por 281 millones de

dólares. No por nada se muestra la recuperación del peso mexicano posterior a tales intervenciones.

Capraro y Perrotini (2011) señalan respecto a las intervenciones de las autoridades en el mercado cambiario y de acuerdo a lo antes descrito que:

“El modus operandi que se desprende de las acciones del BM [Banco de México] (y de la CC [Comisión de Cambios]) es el siguiente: i) acumular la mayor cantidad de reservas posibles en los momentos de tranquilidad del mercado (es decir, aquellos que corresponden con momentos de apreciación y poca volatilidad), principalmente mediante la compra de dólares que hace el BM a PEMEX (y en menor medida a través de la venta de opciones de compra de dólares que hace el BM a los bancos comerciales) y ii) intervenir en el mercado cuando el tipo de cambio presenta una tendencia a la devaluación para romper esa tendencia y así evitar que a través del coeficiente de traspaso de las fluctuaciones del tipo de cambio al nivel de precios se incremente la inflación” (p.30)

En suma, tanto el diferencial de tasas de interés como la activa intervención de las autoridades monetarias en el mercado cambiario, han permitido sostener la estabilidad del tipo de cambio nominal al tiempo que ha llevado a la sobrevaluación del mismo y no ha permitido tener una política monetaria contracíclica. La crisis de 2008 y la depreciación reflejó la falta de condiciones internas para poder mantener el tipo de cambio en niveles que precedieron a la crisis, fue gracias a la capacidad del país de orquestar rescates multilaterales y el alto nivel de reservas internacionales, lo que permitió evitar una salida masiva de capitales que desestabilizara más aún el tipo de cambio. Es por lo anterior, que se sostiene que el mercado cambiario durante ésta última década ha sido testigo del uso de una herramienta adicional del banco central, las intervenciones cambiarias, que han fungido como una herramienta adicional de política, gracias al fuerte crecimiento de las reservas internacionales.

Al igual que Capraro y Perrotini (2011) se infiere que “las intervenciones no evitan que el tipo de cambio se deprecie, sino que evitan depreciaciones mayores a las que habrían sucedido si el BM [Banco de México] no hubiese intervenido” (p.30). El combate a la inflación como único objetivo del banco central mexicano obstaculiza la libre flotación del tipo de cambio, más bien, el actuar de la política monetaria en respuesta a un choque adverso dirige sus esfuerzos a controlar el impacto que ésta pudiese tener sobre el tipo de cambio, contrario a lo que permitiría un régimen de tipo de

cambio flotante como bien diría Gagnon y Hinterschweiger (2011) que permite “en principio al banco central la libertad de usar la política monetaria para estabilizar la economía en contra de una variedad de choques domésticos y externos” (p.164).

REFERENCIAS

- Banco de México, *“Informe Anual 2008”*, www.banxico.org.mx Recuperado el 10 de junio de 2013, de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{E2479C99-47CB-19B8-92A7-D011876E8FCA}.pdf>
- , *“Informe Anual 2009”*, www.banxico.org.mx Recuperado el 10 de junio de 2013, de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{E1FEC59E-65CE-BF0B-CF0D-F25651B6EDBC}.pdf>
- , *“Informe Anual 2010”*, www.banxico.org.mx Recuperado el 10 de junio de 2013, de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{4DD504A9-510A-F0DC-76B2-D028BE9FB374}.pdf>
- , *“Informe Anual 2011 ”*, www.banxico.org.mx Recuperado el 11 de junio de 2013, de : <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{F3075A61-2EF3-E85B-5A1C-E8DE4BA3FB2C}.pdf>
- , *“Palabras del Gobernador del Banco de México, Agustín Carstens, al término de la ceremonia de la firma del acta de cierre de los trabajos interinstitucionales Banco de México- INEGI para la transferencia de la responsabilidad de medición de los índices de precios”* www.banxico.org.mx, Recuperado el 25 de Mayo de 2013, de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/discursos-y-presentaciones/discursos/%7B66E5B98E-2752-94CF-9197-AA3832967036%7D.pdf>
- , *“Informe Anual 2012”*, www.banxico.org.mx Recuperado el 11 de junio de 2013, de: <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/{8E01B9AD-971C-FEF0-56A4-DA54C7106DF8}.pdf>
- Calvo. G.A. y Reinhart, C.M. (2002) *“Fear of Floating”*, The Quarterly Journal of Economics, vol. CXVII, mayo 2002, (pp. 379-408).
- Capraro, S. y Perrotini, I. (2011) *“Intervenciones Cambiarias Esterilizadas, Teoría y Evidencia: el Caso de México”*, Contaduría y Administración, vol. 57, no. 2, abril-junio de 2012 (pp.11-44).

- Chang, H. y Grabel, I. (2006) Cap. 11 Políticas e Instituciones Macroeconómicas. En *“Reivindicar el Desarrollo: Un Manual de Política Económica Alternativa”* (pp. 160-193), España: Intermón Oxfam ediciones.
- Esquivel (2010) De la Inestabilidad Macroeconómica al Estancamiento Estabilizador: el Papel del Diseño y la Conducción de la Política Económica. En Lustig, N. *“Crecimiento Económico y Equidad”* vol. IX (pp. 35-75) México: El Colegio de México.
- Gagnon, J. y Hinterschweiger, M. (2011), *“Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy”*, Estados Unidos: Peterson Institute for International Economics Press.
- Galindo, L. y Ros, J (2006) *“Banco de México: Política Monetaria de Metas de Inflación”* Economía UNAM, vol. 3. no. 9, (pp. 82-88).
- Grabel, I. (2003), *“Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies”*, Cambridge Journal of Economics, vol. 27, no. 3,. (pp. 317-336).
- Guerrero, C. y Urzúa, C. (2007) Reflexiones sobre la Política Cambiaria en México. En Calva, J.L. *“Macroeconomía del Crecimiento Sostenido. Agenda para el Desarrollo”*. vol 4, (pp. 155-168) México: UNAM-Miguel Ángel Porrúa.
- Harvey, J. (2009), *“Currencies, Capital Flows and Crises”*, Gran Bretaña: Routledge.
- Huerta, A. (2004), *“La Economía Política del Estancamiento”*, México: Diana.
- (2011), *“Obstáculos al Crecimiento: Peso Fuerte y Disciplina Fiscal”*, México: UNAM.
- Klein, M. y Shambaugh, J. (2010), *“Exchange Rate Regimes in the Modern Era”* Estados Unidos: Massachusetts Institute of Technology.
- López, J. e Perrotini, I. (2006), *“On Floating Exchange Rates, Currency Depreciation, and Effective Demand”*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol. LIX, no.238, septiembre 2006 (pp. 221-242).
- Losa, A. (1988) Cap. 2. Los Mercados de Existencias y el Tipo de Cambio. Hipótesis Diversas de Integración de los Mercados Internacionales. En *“Teoría y Políticas Actuales para la Determinación del Tipo de Cambio”* (pp. 73-112), España: Universidad de Murcia. Secretariado de Publicaciones, ed.

Mosler, W., “*Exchange Rate Policy and Full Employment*”, <http://econintersect.com/wordpress/>

Recuperado el 30 de Mayo de 2013 <http://econintersect.com/wordpress/?p=25700>

Reyes G. et al. (2003) “*El Tipo de Cambio Flexible y la Política Monetaria en México: 1995-2003*”,

Problemas del Desarrollo, vol. 35, no. 136, enero-abril de 2004 (pp. 50-63).

Wray, R. (2012), Cap 5. Modern Money Theory and Alternative Exchange Regimes. En “*Modern*

Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems” (pp. 148-186),

Gran Bretaña: Palgrave Macmillan.

CAPÍTULO III. CRECIMIENTO ECONÓMICO, INFLACIÓN, APERTURA COMERCIAL Y ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN MÉXICO

3.1 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Una de las preguntas que cabría hacerse antes de conocer la relación entre tipo de cambio y crecimiento económico, es ¿qué determina el crecimiento económico? A lo largo de los años han existido diversos intentos por parte de los economistas por conocer los determinantes del crecimiento económico, desde factores tecnológicos, geográficos y de política económica.

Menciona Bhalla (2012) que gran parte de los economistas concuerdan que existen buenas y malas políticas, y que el crecimiento económico es función de la instrumentación de políticas que tienen lugar en un momento dado (p.4). La política comercial ha sido la favorita, más en concreto un crecimiento basado en las exportaciones. El presente apartado busca examinar las consecuencias del tipo de cambio estable sobre el crecimiento económico, visto desde la utilización del primero como ancla nominal de la inflación y del comportamiento del sector externo.

La relación entre tipo de cambio y crecimiento económico no es una directa, más bien, es por medio del comportamiento de las exportaciones netas o del comportamiento del sector externo de la economía como ésta podría ser analizada, es el tipo de cambio la herramienta clave por la cual las autoridades pueden mejorar la competitividad, haciendo la producción nacional más barata en los mercados externos. A su vez, esta relación debe ser vista desde el lado del combate a la inflación que ha llevado a disminuir el ritmo de crecimiento económico en México por la vía de mantener un tipo de cambio estable.

A pesar de que dicha relación pueda ser vista desde ambas perspectivas, éstas se encuentran interrelacionadas, ya que son los efectos de una política monetaria restrictiva -con miras a estabilizar la volatilidad del tipo de cambio- que terminan por impactar sobre bajos niveles de precios y sobre la pérdida de competitividad de la producción nacional, impactando sobre el producto y el empleo.

3.1.1 EL TIPO DE CAMBIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA PRIMACÍA DE LA POLÍTICA CAMBIARIA

Es necesario analizar teóricamente la relación entre crecimiento económico y tipo de cambio. De acuerdo a Harvey (2009) la escuela neoclásica señala que “en el largo plazo, el producto y el

empleo son determinados por la tecnología, productividad, recursos, y el stock de capital, por lo tanto, un papel activo del lado financiero de la economía ya que no hace más que ajustar el sector real” (p.15).

Los neoclásicos sostienen que una de las cuestiones ‘más aceptadas’ en macroeconomía es la neutralidad del dinero, lo que de acuerdo a Klein *et al.* (2010) implica que “ninguna variable nominal tiene un efecto en los resultados reales en un periodo largo del tiempo”. Partiendo de lo anterior, la neutralidad del dinero supone que el régimen de tipo de cambio por el cual opte una economía, no tendrá un impacto en el crecimiento económico de largo plazo (p.185).

Lo anterior bajo el supuesto de pleno empleo de los recursos, por lo que la variación de la oferta monetaria no impactará sobre el nivel de ingresos, productos y el empleo. Este argumento es bastante discutible, Keynes (1973) por su parte, planteaba la no neutralidad del dinero, al considerar que un incremento de la oferta monetaria le correspondía una disminución de la tasa de interés, lo que termina por impactar sobre las variables reales de la economía, en sus palabras “la curva de la preferencia por la liquidez que liga la cantidad de dinero con la tasa de interés es dada por una curva suave que muestra cómo esa tasa va descendiendo a medida que la cantidad de dinero crece” (p.177).

Lo que la teoría neoclásica hace a un lado es que el tipo de cambio, al ser de los precios más importantes para una economía e impactar sobre las variables reales, esfuerzos por manejarlo traería consigo consecuencias de largo plazo. Ello ante su impacto sobre la el volumen de importaciones y exportaciones de un país, de acuerdo a Gagnon y Hinterschweiger. (2011) al igual que sucede con la volatilidad de la inflación “el comportamiento de la política monetaria es crítico en la determinación de la manera en que la volatilidad del tipo de cambio afecta a la volatilidad del producto” (p.105).

Continuando con el análisis de Gagnon y Hinterschweiger (2011) se encuentra que grandes depreciaciones del tipo de cambio se han acompañado de aceleraciones del crecimiento del producto, cuando esto es causado por acciones de política monetaria orientadas a estimular la economía (p.105).

Uno de los factores que en teoría y de acuerdo a diversos autores podría detener el resultado de una depreciación sobre el crecimiento económico por medio del crecimiento de las exportaciones netas, es la elevada presencia de deuda -pública o privada- (López y Perrotini 2006, Gagnon y Hinterschweiger 2011). Por lo que de acuerdo a tales autores, los regímenes de tipo de cambio podrían fallar en aislar a la economía de choques externos adversos. Como ya se

había señalado, los países al presentar dicho problema podrían optar por declarar una moratoria de deuda y con ello evitar que la presencia de elevados montos de deuda pudiesen detener tales efectos positivos.

Una variable que es imprescindible es la apertura comercial, planteamientos como el de Chang (2003) señalan que las naciones desarrolladas no llegaron al nivel de desarrollo actual por medio de las políticas y las instituciones que ellos recomiendan a las naciones subdesarrolladas hoy en día. “Muchas de ellas utilizaron activamente políticas comerciales e industriales ‘malas’, tales como la protección a la *industria infante*²⁰ y subsidios a las exportaciones -prácticas actualmente desaprobadas por la OMC (Organización Mundial del Comercio)” (p.2).

Contrario a ello, los planteamientos estándares señalan que mientras una economía mire en mayor cuantía hacia afuera, más rica se volverá. Es decir, encuentran una asociación positiva entre crecimiento económico y apertura comercial, por lo que optan por ésta última para lograr mayores ritmos de crecimiento económico. Los hacedores de política en muchas ocasiones olvidan al tipo de cambio como herramienta principal para que dicha relación se pudiese cumplir, en palabras de Bhalla (2012) “ la apertura comercial no ayuda mucho cuando el tipo de cambio está sobrevaluado. Pero si la economía se abre y se trabaja con un tipo de cambio competitivo, el crecimiento posiblemente esté en camino” (p.22). Además de ello, la economía debe de contar con una industria desarrollada así como crecientes niveles de productividad, para afrontar el incremento de la demanda externa de productos nacionales.

Es conveniente hacer la distinción entre un crecimiento basado en las exportaciones y una estrategia de un tipo de cambio competitivo. Puesto que el primero se enfoca a ciertos sectores o industrias que son desarrolladas, mientras que el segundo, podría beneficiar a la economía en su conjunto. Esta de acuerdo a Bhalla (2012) un crecimiento basado en las exportaciones “es una clásica política industrial, bajo la cual ciertas firmas o sectores son seleccionados por el gobierno para convertirse más competitivos en el mercado internacional (esto es, ser exportadores exitosos). Los efectos de una estrategia de tipo de cambio competitivo no se limitan a una firma particular o al sector exportador” (p.23). A pesar del planteamiento de este autor, es importante subrayar que el primero no sería exitoso sin que fuese acompañado por un tipo de cambio competitivo²¹, pero dicha relación no podría verse de manera inversa, esto es, un tipo de cambio

²⁰ Friederich List es conocido como el padre del argumento de la *industria infante*, mismo que propone que las naciones subdesarrolladas no pueden desarrollar nuevas industrias sin la intervención estatal, especialmente tarifas proteccionistas.

²¹ Se habla de tipo de cambio competitivo, para referirse al tipo de cambio ajustado por el diferencial de precios de México y de Estados Unidos, que permita ajustar el saldo de la balanza comercial.

competitivo no tendría sentido si no va acompañado de una política industrial -al menos que se trate de una economía con una industria desarrollada.

En el mismo sentido, se encuentra el Consenso de Washington, como se analizó en el primer capítulo, este puede ser entendido como un set de políticas a favor del crecimiento económico, dentro de ellas se encuentra trabajar con un tipo de cambio competitivo, y determinado por las libres fuerzas del mercado -libre flotación. Lo primero resulta más importante que la manera en que éste sea determinado, por lo que debe de prevalecer un tipo de cambio competitivo como una política necesaria para mejorar el crecimiento económico. El Consenso trae implícito una habilidad del gobierno de actuar positivamente por medio de la política económica.

Respecto a lo anterior, Bhalla (2012) sostiene que el concepto de Consenso de Washington se ha convertido en sinónimo de menosprecio, “ante las recientes fallas en las políticas y crisis económicas ha dejado tanto a economistas y público en general inseguro sobre la capacidad del gobierno de actuar de forma positiva por medio de la política económica” (p.29). Lo primero que se debe de cuestionar ante tal afirmación, es ¿qué tipo de políticas han implementado los gobiernos durante las últimas décadas? La interpretación del Consenso como fundamentalismo de mercado por parte de las economías, es la razón principal por la cual el actuar del gobierno ha fallado, puesto que se ha preferido dejar actuar a las libres fuerzas del mercado y una mínima intervención del gobierno en materia económica.

Con lo anterior, surge la pregunta ¿en realidad es importante la política económica para el crecimiento económico? de acuerdo a Bhalla (2012) un grupo de economistas señalaría “la política económica importa únicamente cuando se dan las condiciones apropiadas, y cuando el gobierno es bien intencionado” (p.30) ¿entonces el crecimiento no es únicamente cuestión de política? más en concreto, por el lado de la política cambiaria ¿es realmente el tipo de cambio un determinante del crecimiento económico en la economía mexicana?

3.1.2 EL COMBATE A LA INFLACIÓN Y SU INCIDENCIA SOBRE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Durante las últimas décadas se ha observado cierta tendencia de las economías para adoptar un régimen de objetivos de inflación (IT,-*Inflation Targeting*-). Con miras a ello, se ha utilizado a la tasa de interés como principal herramienta para el combate a la inflación, México no ha sido la excepción. Por lo tanto, el banco central considera a la política monetaria como el ancla nominal de la economía a partir de la adopción del régimen de tipo de cambio flotante, ello a pesar de que -como se ha analizado a lo largo de la presente investigación- el tipo de cambio es todavía, el ancla nominal de la inflación.

Junto con la instrumentación de este nuevo régimen, ha tenido lugar un proceso de desinflación, orientado por metas de inflación descendentes (véase TABLA VII) y acompañadas de un pobre desempeño económico. Lo anterior señala que la política monetaria ha sido exitosa en términos de la reducción de la inflación a expensas de contraer la actividad económica.

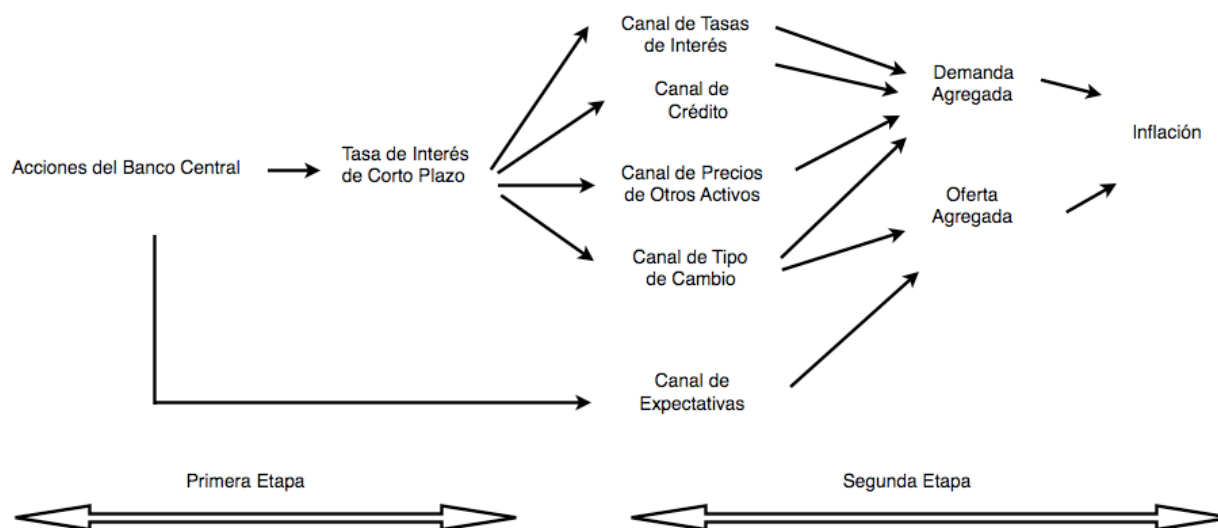
Es importante conocer cuáles son los determinantes de la tasa de interés en México de acuerdo a la revisión de la literatura ya antes mencionada. Desde factores tales como estabilizador los movimientos del tipo de cambio -vía la atracción de capitales-, disminuir la brecha de inflación -por lo que actúa de forma predecible a la regla de Taylor-, han sido analizados. A partir de lo anterior y considerando la no neutralidad de la política monetaria, la tasa de interés ha jugado un papel central para analizar el impacto del tipo de cambio sobre el crecimiento económico, puesto que, de acuerdo a Torres (2002) “vía su efecto sobre la demanda agregada se espera que, aunque con cierto rezago, influyan en el comportamiento de la inflación y del producto” (p.7).

El planteamiento estándar señala que existe una relación entre el mercado de dinero y el del tipo de cambio, continuando con Torres (2002) “en una economía pequeña y abierta el tipo de cambio desempeña un papel importante en la determinación de las tasas de interés, por la conexión entre el mercado de dinero y el cambiario (p.22). Más bien, la tasa de interés juega un papel preponderante en la determinación del tipo de cambio, puesto que su manipulación permite ofrecer mejores tasas de retorno, lo que atrae un mayor volumen de capitales y que determinan el nivel del tipo de cambio.

Dicho planteamiento es rechazado desde enfoque estándar, sostienen además la existencia de una verdadera flotación del tipo de cambio y la compatibilidad de ello con un régimen de objetivos de inflación. Por ello que Torres (2002) señala que el tipo de cambio no influye sobre la determinación de la tasa de interés al afirmar que “una especificación de la regla monetaria en la que además de incluir la brecha de inflación se añada el tipo de cambio parece no ser una representación adecuada del proceso por el que se determinan las tasas de interés en México” (p. 22) debido a que esta se encuentra incorporada a los efectos que podrían tener las variaciones en el tipo de cambio sobre las expectativas de inflación. Lo que llama la atención, es cómo el tipo de cambio es considerado marginalmente como una de las variables clave para la determinación de la tasa de interés y únicamente es vista desde cómo afecta la brecha de inflación y su valor futuro.

En la FIGURA II se observa cómo las acciones del banco central están orientadas hacia un único objetivo, el combate a la inflación, por lo que se busca afectar las condiciones por las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez hacia la economía, mediante acciones que pudiesen afectar a la tasa de interés (por ejemplo, modificar rubros del balanza del banco central).

FIGURA II. MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



FUENTE: Banco de México.

Es entonces, por medio de la manipulación de la tasa de interés la vía por la cual se incide sobre los precios puesto que una elevación de la tasa de interés buscará contraer tanto a la oferta como la demanda agregada afectando con ello tanto la disponibilidad crediticia como el tipo de cambio para el logro de tales objetivos. Dado lo anterior, al dirigir la tasa de interés para contraer tanto la demanda y oferta agregada, resulta una contracción de la actividad económica, por lo que una política monetaria dirigida únicamente a mantener bajos los niveles de inflación termina siendo procíclica, afectando fuertemente al crecimiento económico.

Como se muestra en la TABLA VII, la política monetaria de metas de inflación que ha estado vigente desde el 2003 y la convergencia de la inflación hacia dichas metas, se ha acompañado de bajos niveles de crecimiento económico, al igual que de altos niveles de apreciación del tipo de cambio. Para el periodo 2000-2012 se observa un crecimiento económico promedio del 2.3%.

TABLA VII
 CRECIMIENTO, INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO REAL Y APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
 2000-2012
 PORCENTAJES

Año	Crecimiento del PIB	Inflación	Meta de Inflación	Índice del Tipo de Cambio Real (Base 2000)	Apreciación
2000	6	9.0	10	100.0	30.7
2001	-1	4.4	6.5	95.4	36.8
2002	0.1	5.7	4.5	95.4	36.9
2003	1.3	4.0	3 ±1	104.3	25.2
2004	4.1	5.2	3 ±1	107.0	22.1
2005	3.2	3.3	3 ±1	102.8	27.1
2006	5.2	4.1	3 ±1	102.4	27.6
2007	3.3	3.8	3 ±1	101.6	28.6
2008	1.2	6.5	3 ±1	102.1	27.9
2009	-6	3.6	3 ±1	117.4	11.3
2010	5.3	4.4	3 ±1	107.0	22.0
2011	3.9	3.8	3 ±1	105.0	24.3
2012	3.9	3.6	3 ±1	109.1	19.7

FUENTE: Instituto Nacional de Geografía y Estadística, Banco de México y cálculos propios.

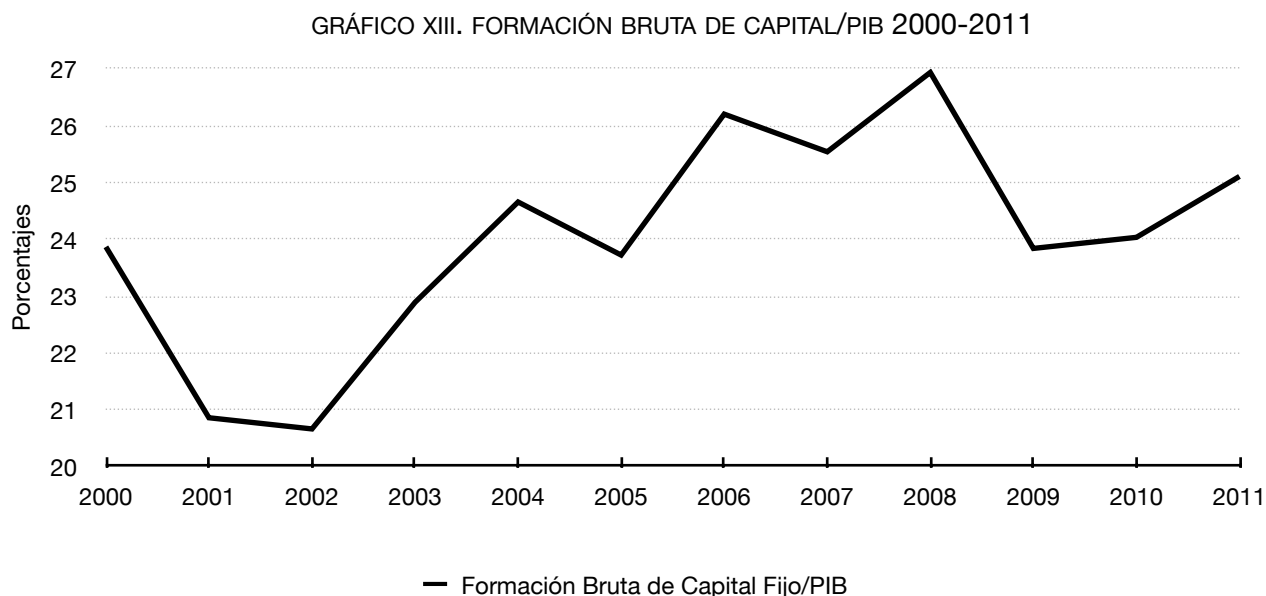
Llama la atención que durante dicho periodo, se muestran altibajos en la competitividad - véase índice del TCR-, que muestra una tendencia alcista, logrando para 2009 niveles similares a los de una década anterior. Si se comparase los datos presentados, con la década anterior se muestra una pérdida de competitividad, reflejada en los crecientes márgenes de sobrevaluación del tipo de cambio, ya que para 1996, 1997, 1998 y 1999 el índice del TCR presentó niveles de 130.6, 115.5, 116.7 y 107 respectivamente; del lado del crecimiento económico señala Galindo *et al.* (2006) que “durante la segunda parte de la década de los noventas y bajo un estímulo de un tipo de cambio competitivo se observa un rápido crecimiento económico que incluso sobrepasó las proyecciones gubernamentales” (p.84).

La relación también puede ser vista del lado del impacto de la política monetaria que termina por generar menores niveles de inversión y por ende repercutiendo sobre los bajos niveles de crecimiento económico, esto al ser función de la tasa de interés nacional (i_D) y de la Eficiencia Marginal del Capital (EMK) o tasa esperada de ganancia de la inversión.

$$I = f(i_D, EMK)$$

Ros (2010) sostiene que “los principales candidatos para explicar la evolución decepcionante de la inversión son: la contracción de la inversión pública [...], un tipo de cambio real apreciado durante la mayor parte del periodo a partir de 1990, el desmantelamiento de la política industrial durante el periodo de reformas y la falta de financiamiento bancario” (p.112).

Para el periodo que ocupa a la presente investigación, se observa una estabilización de los niveles de inversión como proporción al PIB (veáse GRÁFICO XIII), para el periodo promedió un 24%, niveles menores del periodo que va de 1979-1981 -donde tuvo un repunte el ratio FBK/PIB- con un 26.8% promedio anual.



FUENTE: Banco Mundial, World Development Indicators.

Continuando con Ros (2010) tanto la apreciación del tipo de cambio real como el desmantelamiento de la política industrial “han afectado la rentabilidad de la inversión privada, particularmente, en el sector manufacturero, con efectos adversos sobre el proceso de desarrollo económico” al igual que la falta de financiamiento bancario ha obstaculizado la realización de proyectos de inversión rentables (p.112).

La sobrevaluación del tipo de cambio ha llevado a la modificación de los precios relativos que han perjudicado a los sectores productores, desestimulando la acumulación de capital en tales actividades, análogamente Ros (2010) señala que una depreciación del tipo de cambio real puede llegar a inhibir la inversión fija en economías en desarrollo, aumentando “los precios relativos de la maquinaria y equipo importados, también modifica los precios relativos a favor de los sectores productores de bienes comerciables, aumentando la rentabilidad de los sectores comerciables y estimulando la acumulación de capital en esas actividades (p.116).

Junto con lo anterior, se encuentra el planteamiento de Bello *et al.* (2010) sobre los efectos de los desalineamientos del tipo de cambio. Al respecto, señala que esto “afecta de manera significativa el proceso de asignación de recursos en las economías [...] al alterar la rentabilidad relativa de las actividades transables y no transables” (p.7), por lo que no se puede lograr tanto el equilibrio interno y externo de la economía.

La baja evolución de la inversión golpea a la demanda agregada y por ende sobre la demanda efectiva, la primera que se denota con la letra D se resume en la suma de la inversión I y el C que es función creciente del empleo (N) $C = f(N^+)$ - como se muestra en la siguiente ecuación: $D = I + C$.

En las líneas anteriores, se habla más de la relación política monetaria y crecimiento económico, a pesar de ello se observa la incidencia de la política cambiaria dentro de la misma. Concretamente, al analizar la relación inflación y crecimiento económico, esta debe ser vista a través del desempeño del tipo de cambio, más en concreto por el desempeño del tipo de cambio real. Es la necesidad de trabajar bajo un tipo de cambio estable y apreciado dado el elevado traspaso del tipo de cambio a precios, lo que ha impedido trabajar con un tipo de cambio competitivo a favor del crecimiento económico.

3.1.3 APERTURA COMERCIAL, ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

El tipo de cambio juega un factor clave en el desempeño de una economía, puesto que es uno de los precios más importantes para una economía, determinando el precio de los productos nacionales en el exterior como de los productos importados en el mercado nacional. Como apunta Frenkel (2008) es el precio que “determina incentivos para la producción de una amplia gama de productos comerciables con el resto del mundo, sea para su colocación en el mercado internacional o en el mercado interno. Al ampliar la gama de producciones potencialmente rentables se amplían las posibilidades de crecimiento de la producción y del empleo” (p.611).

Continuando con Frenkel (2008) señala que “la política cambiaria adquiere singular importancia en un contexto de acuerdos internacionales que restringen la utilización de aranceles y subsidios” (p.612), esto puesto que las depreciaciones puede mejorar la situación competitiva de un país y funcionar como una especie de escudo. La literatura señala que bajo un régimen de tipo de cambio de libre flotación, no existe la necesidad de políticas proteccionistas puesto que el tipo de cambio bajo un régimen de flotación pura es capaz de equilibrar la balanza de pagos.

La experiencia mexicana muestra que a pesar que el tipo de cambio nominal se ha depreciado desde comienzos del régimen de tipo de cambio flotante, ha tenido lugar una apreciación del tipo de cambio real junto con una política monetaria restrictiva que no ha permitido flotar libremente al tipo de cambio y lo que ha llevado a menores ritmos de crecimiento económico.

En esta misma tónica, Galindo y Ros (2006) por medio de la estimación de un modelo de vectores autorregresivos para el periodo que va de 1981 a 2003 encuentran que “una subvaluación del tipo de cambio real genera un mayor dinamismo del producto. De esta forma, un ‘peso fuerte’ tiene un efecto negativo en el ritmo de crecimiento económico” esto va asociado al argumento que un tipo de cambio real subvaluado o depreciado, favorece a las exportaciones y disminuye las importaciones, generando mayores ritmos de crecimiento económico (p.85).

Es importante centrarse en qué determina las exportaciones y las importaciones. De acuerdo a Carlin y Soskice (1990), la competitividad se encuentra en términos de los precios relativos, esto es:

$$\theta_x = \frac{P^* e}{P_x}$$

Dónde θ_x es el la competitividad de las exportaciones y θ_m la competitividad de las importaciones, P_x es el precio en moneda nacional de las exportaciones, P_m es el precio de las importaciones en moneda nacional, P el nivel de precios nacional, P^* el nivel de precios del resto mundo y e el tipo de cambio. Si se sustituye $P_m=P$ y $P_x=P$ se tiene que:

$$\theta_m = \frac{P_m}{P}$$

$$\theta = \frac{P^* e}{P}$$

El símbolo θ es conocido también como el tipo de cambio real, por lo que un incremento en θ es sinónimo de una depreciación del tipo de cambio real y viceversa. Partiendo de que el tipo de cambio varía con el tiempo, la demanda de importaciones y exportaciones se determinará de acuerdo a las siguientes ecuaciones:

$$X = P_x \sigma \left(\frac{P^* e}{P_x} \right) y^* = P \sigma \left(\frac{P^* e}{P} \right) y^* = P \sigma(\theta^+) y^* .$$

$$M = P_m m_y \left(\frac{P_m}{P} \right) y = P^* e m_y \left(\frac{P^* e}{P} \right) y = P^* e m_y(\bar{\theta}) y .$$

De lo anterior se sabe que la participación de las exportaciones en el mercado mundial o responde positivamente al precio de las exportaciones P_x y al producto o ingreso del resto del mundo, por lo que un mayor nivel de competitividad de la economía nacional, significará una mayor participación de las exportaciones en el mercado mundial.

Por el lado de las importaciones, la propensión marginal a importar depende negativamente en el precio relativo de las importaciones y el precio de los nacional de los bienes, una mayor competitividad de la economía nacional llevará a contar con una menor propensión a importar.

Partiendo de ello el balance comercial estará determinado por:

$$SBC = P\sigma(\theta)y^* - P^*em_y(\theta)y.$$

Como se conoce, una medida de la competitividad es el tipo de cambio real, para ello se calcula de acuerdo a la anteriores ecuaciones, estableciendo un valor de equilibrio²², los datos se pueden observar en la TABLA VII para el periodo de 2000 a 2012, conviene observar que ha sucedido desde el año de 1996.

TABLA VIII
APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E ÍNDICE DE
TIPO DE CAMBIO REAL 1996-2012

Año	Apreciación*	Índice de Tipo de Cambio Real (Base 2000)**
1996-1999	11.8	117.5
2000-2003	32.4	98.8
2004-2007	26.4	103.4
2008-2011	21.4	107.9

NOTAS:

*Porcentajes.

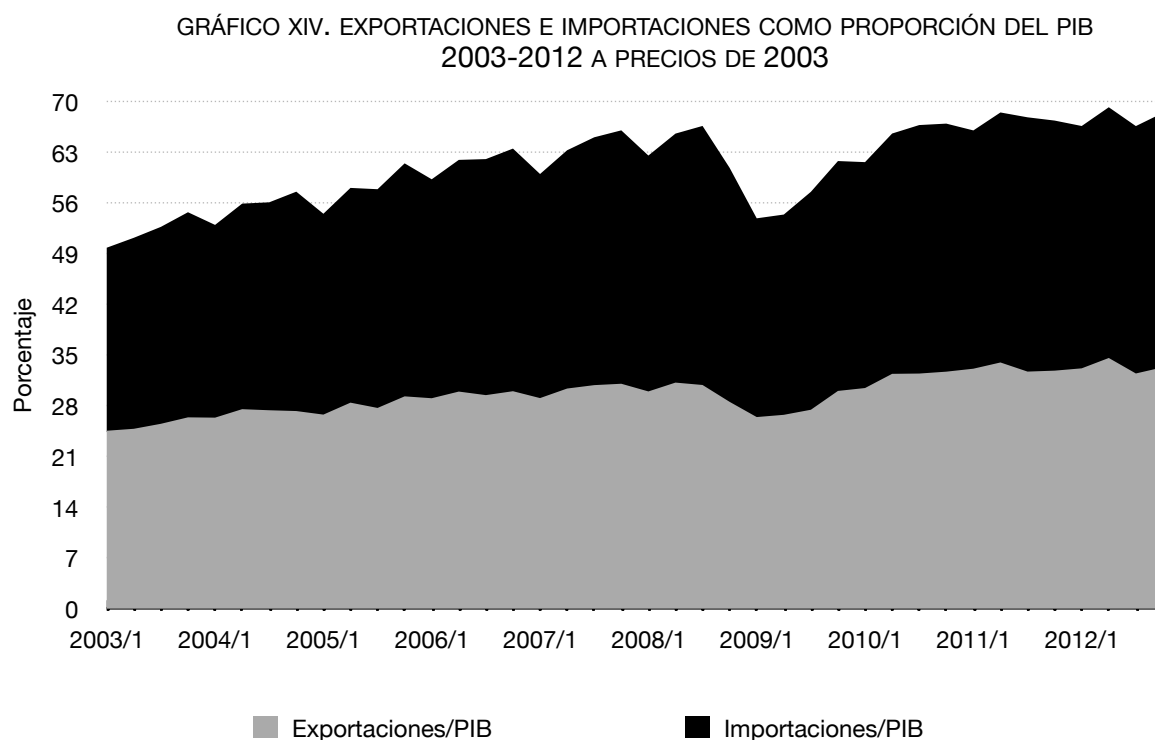
**Proporciona una medida de valor del dólar en términos de su poder de compra. Se calcula multiplicando el tipo de cambio nominal por la razón del índice de precios de Estados Unidos y México.

FUENTE: cálculos propios con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, y Banco de México.

En la TABLA VIII se muestra cómo la pérdida de competitividad de la economía nacional ha sido acompañado de fuertes niveles de apreciación del tipo de cambio, que se han reflejado en los déficit de comercio exterior. La sobrevaluación del peso mexicano ha sido uno de los factores clave que han ocasionado la filtración de demanda hacia el exterior -reflejado en el déficit de

²² Se trabaja bajo el mismo valor de equilibrio (1996) establecido en el primer capítulo.

comercio exterior y en el creciente coeficiente de importaciones (véase GRÁFICO XIV)-, por ello que durante la última década se ha observado una creciente participación de las importaciones sobre PIB, mientras que la participación de las exportaciones ha permanecido constante.



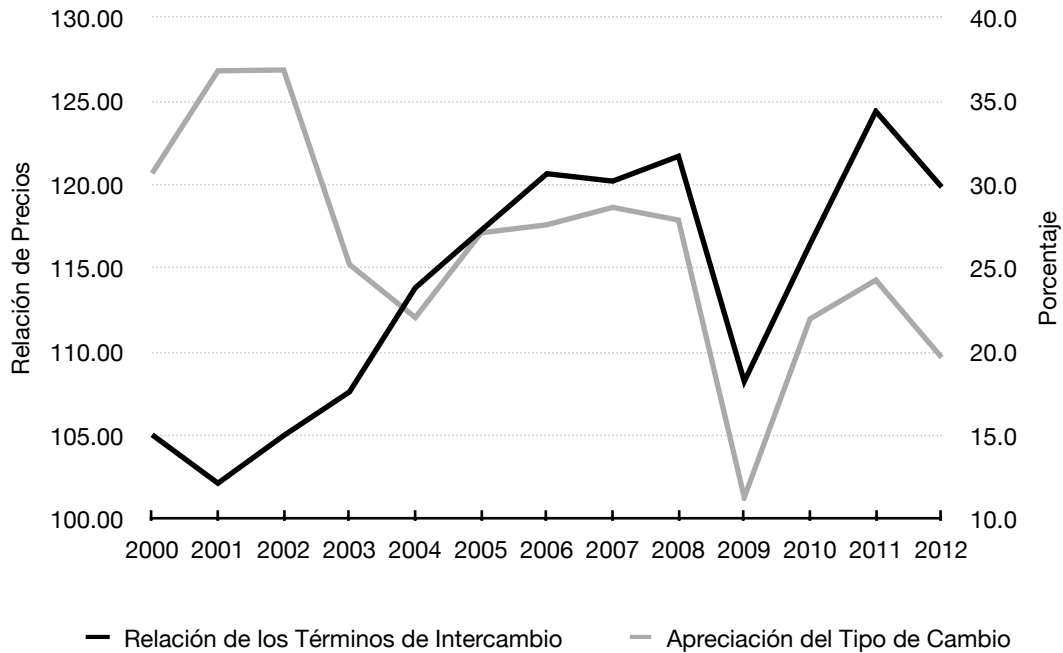
FUENTE: cálculos propios con datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía.

Otra de las variables que se incorpora al análisis es la relación de los términos de intercambio²³ misma que representa un indicador sobre la variación de la capacidad de compra de un cierto volumen de importaciones. La teoría señala que los términos de intercambio inciden sobre la determinación del tipo de cambio real, así una mejora en los términos de intercambio lleva a una apreciación del tipo de cambio real a partir de dicha relación. A partir del GRÁFICO XV se intuye que una mejora en los términos de intercambio para el caso mexicano, ha ido acompañado de una sobrevaluación de la moneda nacional.

A pesar que bajo la hipótesis del PPC se considere que los términos de intercambio no afectan al tipo de cambio real de equilibrio, en esta investigación parte de que existe una sobrevaluación de la moneda nacional lo cual quedó demostrado bajo diversas metodologías. Una vez aclarado dicho punto, se observa una mejora de los términos de intercambio como resultado de un abaratamiento en las importaciones y un encarecimiento de las exportaciones.

²³ De acuerdo a Durán (2011) “Estadísticamente se define como el cociente entre el índice de precios de las exportaciones y el índice de precios de las importaciones; ambos deben estar puestos en una misma base. Los Términos de Intercambio (TI) se calculan como sigue:
”

GRÁFICO XV. RELACIÓN DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO Y APRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO 2000-2012



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Banco de México y cálculos propios.

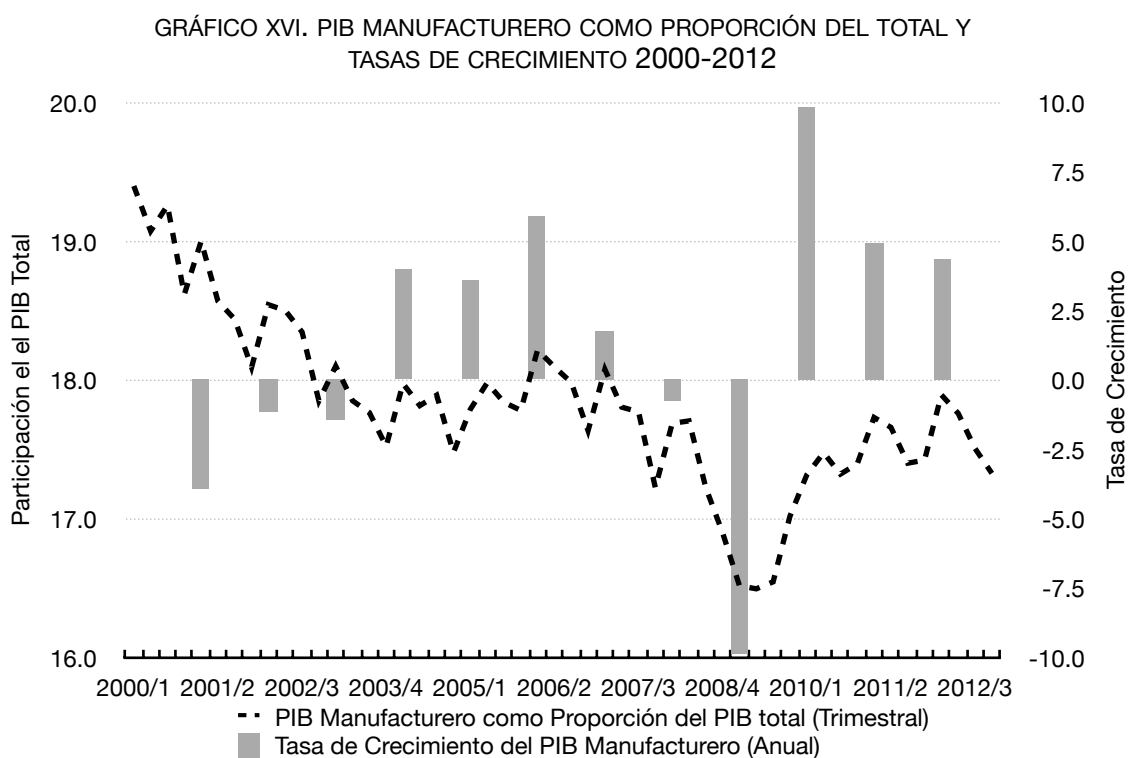
Este contexto de encarecimiento de las exportaciones ha favorecido a la producción externa y perjudicado a la producción interna, principalmente la manufacturera que representa alrededor del 96% de las exportaciones totales. El consumo privado importado crece a tasas mayores que el consumo privado nacional, que se acompaña de bajas tasas de crecimiento de la producción manufacturera; al igual se observa que las importaciones crece por encima de lo que crece la producción nacional y la producción manufacturera (veáse TABLA IX).

Resulta más interesante aún si se analiza la participación del PIB manufacturero como proporción del PIB total, ésta ha ido decayendo de niveles del 19% del PIB a 17.6% del, casi en dos puntos porcentuales, lo cual contrasta con las tasas de crecimiento -en promedio positivas- del PIB manufacturero.

TABLA IX
 PIB, MANUFACTURAS, IMPORTACIONES Y CONSUMO 2004-2012.
 TASAS DE CRECIMIENTO

Año	PIB	PIB Manufacturero	Importaciones	Consumo Privado Nacional	Consumo Privado Importado
2004	4.1	3.9	10.7	5.4	8.6
2005	3.2	3.6	8.5	3	19
2006	5.2	5.9	12.6	4.3	14.5
2007	3.3	1.7	7.1	3.1	9.8
2008	1.2	-0.7	2.6	1.7	1.8
2009	-6	-9.9	-18.4	-3.6	-29.6
2010	5.3	9.9	19.6	3.2	19.5
2011	3.9	4.9	7.1	3.1	12.4
2012	3.9	4.3	4.1	3.4	3.5

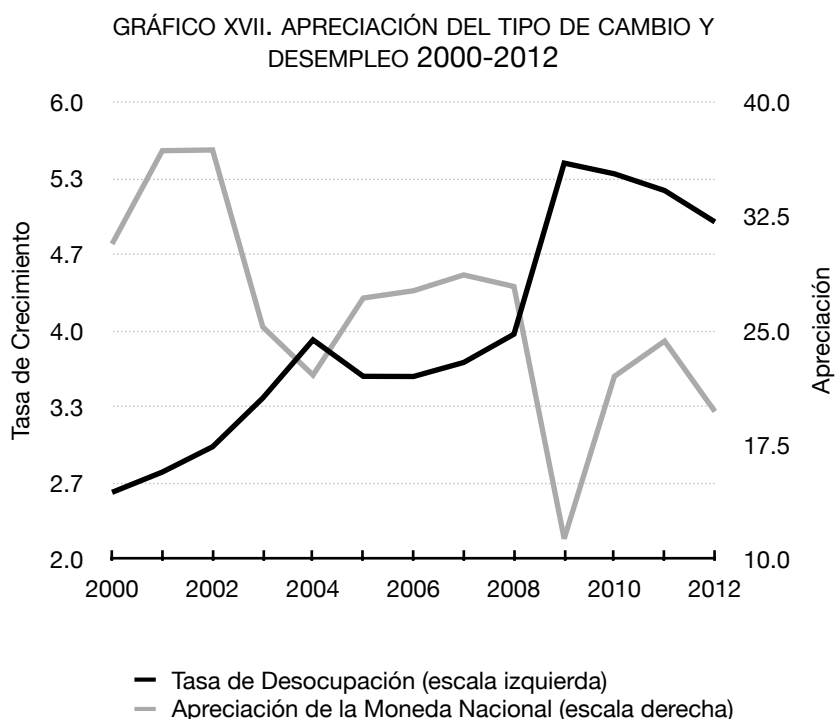
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Geografía.



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Geografía y Banco de México.

Respecto a lo anterior, Huerta (2004) sostiene que “al favorecer la importaciones, se reduce el grado de utilización de la capacidad productiva, se destruyen cadenas productivas y las ramas industriales, lo cual acentúa los efectos multiplicadores internos de la demanda sobre el empleo, el ingreso y el ahorro” (p. 57). De acuerdo a esto, conviene analizar el comportamiento del nivel de empleo en un escenario de estabilidad del tipo de cambio y apreciación del tipo de cambio real.

3.2 TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y DESEMPLEO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Geografía y cálculos propios.

Se observa en el GRÁFICO XVII un periodo de declive en los niveles de apreciación del tipo de cambio real, lo que equivale a una reducción de la brecha del tipo de cambio de mercado y de equilibrio. Ello se acompaña de un incremento de hasta dos veces de la tasa de desempleo, lo que parece dar indicios que la depreciación del tipo de cambio nominal elevó el desempleo.

Es importante recalcar que dicho quiebre se da en un periodo de crisis económica internacional y dada la inserción de la economía mexicana, no es posible afirmar que el incremento en el nivel del desempleo venga asociado a la depreciación del tipo de cambio nominal. Ello principalmente a que la crisis financiera que posteriormente golpearía al sector productivo de la economía, llevaría a los principales socios comerciales a disminuir la demanda por exportaciones mexicanas. Tal caída en la demanda externa desencadenó la caída en la producción nacional y por ende del nivel de empleo, pero éste no es el único factor que incide en dicha relación.

En las líneas anteriores no se habla precisamente que exista una relación directa entre tipo de cambio y desempleo, sino que la política monetaria es el factor crítico que determina el movimiento del nivel del producto y del empleo. A partir de ello, como ya se ha señalado, la política monetaria juega un papel importante en la determinación del tipo de cambio. Al ser éste un incentivo a la producción de los bienes comerciables, el abaratamiento de la producción externa

termina por desplazar a la producción nacional desencadenando en una caída en los ingresos de las empresas que producen dichos bienes disminuyendo así la probabilidad de crecimiento de una economía.

Del gráfico anterior se desprende que, la política monetaria restrictiva que ha llevado a grandes márgenes de apreciación del tipo de cambio, ha impactado sobre la generación de empleos al frenar la dinámica de acumulación de las empresas.

3.3 EL TIPO DE CAMBIO ESTABLE Y REFORMAS ESTRUCTURALES

En muchas ocasiones se habla de que las reformas estructurales son necesarias para impulsar al crecimiento económico y la generación de empleos. Éstas han sido vistas como una alternativa para retomar la senda del crecimiento por medio de políticas públicas basadas en el Consenso de Washington -en una de sus versiones²⁴-, reformas fundamentalmente de mercado que vendrían a ampliar la participación del sector privado en la economía reduciendo la esfera de influencia del Estado.

Hoy día se insiste en las así llamadas reformas estructurales de segunda generación que son vistas como parte de una agenda modernizadora de Estado, en la cual se habla sobre el replanteamiento del papel de éste en la actividad económica al igual que la consolidación de un Estado eficiente. Estas aclamadas reformas van desde temas hacendarios, de privatización de empresas públicas, financieros, laborales y de integración económica que en su mayoría ya habían sido abarcadas por las reformas de primera generación por lo que conviene cuestionar su verdadera efectividad.

Una pregunta que se deriva de este planteamiento es ¿cuál es la relación entre la estabilidad del tipo de cambio y las reformas estructurales? en realidad, estos aspectos están fuertemente relacionados ante el proceso de liberalización y financiarización que la economía mexicana ha experimentado. Es una condición sin la cual no puede mantenerse el flujo de capitales hacia la economía que permita contar con un dólar barato y de ello depende la confianza que los inversionistas tengan sobre una economía.

Una moneda apreciada y estable puede ganarse la confianza de los inversores, puesto que se sabe que sus inversiones no están expuestas a la pérdida de valor, contrario a lo que sucedería si una moneda se deprecia, como se vio con Chang y Grabel (2006) en el capítulo

²⁴ Véase primer capítulo apartado 1.1.2 *Régimen de tipo de cambio en México ¿flotante o semi-fijo?*

anterior. Se ha señalado a lo largo de la investigación que un dólar apreciado configura un escenario de baja inflación -objetivo único de la política monetaria- dado que el traspaso del tipo de cambio a precios es significativo en el caso de la economía mexicana. El logro de tal objetivo al mismo tiempo contribuye a crear clima de confianza para los inversionistas internacionales, lo que crea una especie de círculo vicioso de apreciación de la moneda nacional.

De lo anterior se desprende que las reformas estructurales no son más que un mecanismo con el cual el gobierno busca mantener la relativa estabilidad en sus variables macroeconómicas y lejos de lograr mayores ritmos de crecimiento económico, podrían profundizar los actuales rezagos que en materia económica se tienen. Es por ello que se debe de otorgar una mayor importancia a la política cambiaria como herramienta que permita mejorar los niveles de crecimiento económico, acompañada con acciones de política monetaria orientadas a otorgar estímulos al crecimiento económico.

REFERENCIAS

- Bello, O. et al. (2010), *“El Tipo de Cambio Real de Equilibrio: Un Estudio para 17 Países de América Latina”*, Serie Macroeconomía del Desarrollo, no. 82, enero de 2010.
- Bhalla, S. (2012), *“Devaluing to Prosperity: Misaligned Currencies and Their Growth Consequences”*, Estados Unidos: Peterson Institute for International Economics press.
- Carlin, W. y Soskice, D. (1990), *“Macroeconomics and the Wage Bargain”*, Estados Unidos: Oxford.
- Chang, H. (2003), *“Kicking Away the Ladder”*, Gran Bretaña: Anthem Press London.
- Chang, H. y Grabel, I. (2006) Cap. 11 Políticas e Instituciones Macroeconómicas. En *“Reivindicar el Desarrollo: Un Manual de Política Económica Alternativa”* (pp. 160-193), España: Intermón Oxfam ediciones.
- Frenkel, R. (2008) *“Las Políticas Monetaria y Fiscal en un Régimen de Tipo de Cambio Competitivo”*, Economía e Sociedade, Campinas, vol. 17, número especial, diciembre 2008, (pp. 611-628).
- Gagnon, J. y Hinterschweiger, M. (2011), *“Flexible Exchange Rates for a Stable World Economy”*, Estados Unidos: Peterson Institute for International Economics Press.
- Galindo, L. y Ros, J (2006) *“Banco de México: Política Monetaria de Metas de Inflación”* Economía UNAM, vol. 3. no. 9, (pp. 82-88).
- Harvey, J. (2009), *“Currencies, Capital Flows and Crises”*, Gran Bretaña: Routledge.
- Huerta, A. (2004), *“La Economía Política del Estancamiento”*, México: Diana.
- Klein, M. y Shambaugh, J. (2010), *“Exchange Rate Regimes in the Modern Era”* Estados Unidos: Massachusetts Institute of Technology.
- Keynes, J. M. (1973), *“Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero”*, México: Fondo de Cultura Económica.
- López, J. e Perrotini, I. (2006), *“On Floating Exchange Rates, Currency Depreciation, and Effective Demand”*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, vol. LIX, no.238, septiembre 2006 (pp. 221-242).

Ros, J. (2010), Cap. 3. Política Fiscal, Tipo de Cambio y Crecimiento en Regímenes de Alta y Baja Inflación: La Experiencia de México. En Lustig, N. “ *Crecimiento Económico y Equidad*” Vol. IX (pp. 109-132) México: El Colegio de México.

Torres, A. (2002), “*Un Análisis de Tasas de Interés en México a través de la Metodología de Reglas Monetarias*”, Documento de Investigación No. 2002-22, Dirección General de Investigación Económico, Banco de México.

CAPÍTULO IV. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

El análisis del tipo de cambio cobra relevancia en un contexto de economía abierta y de libre movilidad de mercancías y capitales. Más en concreto, el régimen del tipo de cambio con el cual se trabaje, viene a determinar los grados de libertad de la política económica. De ello nace la importancia de conocer el manejo de la política cambiaria y sus consecuencias sobre el producto y el empleo.

Uno de los aspectos más relevantes en la presente investigación fue el cuestionamiento del actual régimen de tipo de cambio en México que se declara de libre flotación. Como se analizó en el primer capítulo no se puede hablar de una verdadera flotación del tipo de cambio ante una activa presencia del banco central en el mercado de divisas y fuertes movimientos en la tasa de interés de cara a minimizar la volatilidad del tipo de cambio. Más bien se puede sostener que para el periodo de 1994 a 2012 se ha venido trabajando bajo un régimen de flotación sucia o manejada.

Diversos factores inciden para que la institución central tenga una presencia activa por medio de los citados mecanismos, principalmente el significativo traspaso del tipo de cambio a precios. De ello se desprende que el tipo de cambio sigue funcionando como el ancla nominal de la economía y no la política monetaria -como sostienen las autoridades-, el régimen de objetivos de inflación no permite al tipo de cambio flotar pues de darse una libre flotación la depreciación se reflejaría en el incremento del nivel de precios y en el incumplimiento de los objetivos de inflación.

Por otra parte, las estimaciones que se hacen del tipo de cambio real para medir la desalineación existente entre ésta y el tipo de cambio de mercado permiten concluir que para el periodo que va de 1996 a 2012 existió un periodo de evidente sobrevaluación del tipo de cambio. Incluso a finales de la década de los 2000 se puede señalar un episodio en el cual ante los elevados niveles de sobrevaluación del tipo de cambio que se venían presentando desde comienzos de la década, se da una serie de abruptas depreciaciones del tipo de cambio de mercado en un contexto de crisis financiera internacional, evidenciando que no existen factores internos que permitan mantener la moneda en tales niveles. Lo anterior hace pensar que la tendencia a la sobrevaluación de la moneda otorga una idea de la posible depreciación de ésta.

En otro orden de ideas, una de las preguntas que se planteó fue ¿qué factores determinan al tipo de cambio en un entorno de libre movilidad de mercancías y capitales? La respuesta a esta pregunta se encontró en que existe una supremacía de los mercados financieros dado su volumen diario de transacciones en los mercados cambiarios que superan hasta 40 veces el comercio

mundial y mientras que en México 11.5 veces. Por ello que se parte del supuesto que tanto en el corto como en el largo plazo, los flujos de capital son la fuerza dominante para fijar los tipos de cambio.

Otro punto importante fue el análisis de los factores que permiten mantener la estabilidad del tipo de cambio y al mismo tiempo han llevado a una sobrevaluación del mismo. Se encontró que factores externos como la inversión directa, de cartera remesas y exportaciones petroleras juegan un papel preponderante para la determinación del tipo de cambio nominal. Ello debido al escaso crecimiento de la productividad y el incremento de la brecha de productividades con Estados Unidos, lo cual no permite hacer frente a la apreciación del tipo de cambio. En conjunto, lo anterior manifiesta la vulnerabilidad de la determinación del tipo de cambio, por lo que se pasa a depender principalmente de los flujos de capital para mantener la estabilidad del tipo de cambio.

Dentro del análisis se encontró que una de las vulnerabilidades que deviene al trabajar con un tipo de cambio estable es que éste no aísla a la economía de choques externos negativos, como se señala, éste régimen de tipo de cambio ha vuelto más vulnerable aún a la economía hacia este tipo de choques. Las depreciaciones del tipo de cambio real no han logrado ajustar el déficit comercial no petrolero y el saldo de la balanza comercial se ha ajustado únicamente ante la mejora de la balanza comercial petrolera que responde más bien al efecto precio de la mezcla del barril. Dado lo anterior surgió la pregunta ¿de qué magnitud debería de ser la depreciación del tipo de cambio nominal? para ajustar dicho déficit, lo cual puede ser materia de otra investigación.

Planteamientos apuntan a la existencia de problemas estructurales para poder corregir el déficit comercial como respuesta a una depreciación monetaria, con los cuales se coincide en la investigación. Variables tales como la apertura comercial, diferencial de productividad, falta de capacidad productiva y la alta elasticidad ingreso de las exportaciones, no permite a la economía dejar de importar a pesar de que se de una corrección de los precios relativos.

Los problemas del ajuste externo han creado dentro de la economía la necesidad de atraer capitales a la economía y así poder financiar el déficit de comercio exterior. Manejar un tipo de cambio estable y sobrevaluado se ha convertido en un pre requisito para que dichos flujos de capital vengán hacia la economía mexicana. De esto se desprende que la política económica en su conjunto y en particular la política monetaria y cambiaria se han centrado en perseguir los objetivos de estabilidad por medio de resguardar y garantizar la permanencia de capitales, y estos no desestabilicen a la economía en su conjunto.

En este orden de ideas se concluye que el banco central y la Comisión de Cambios por medio de mantener el tipo de cambio estable, tratan de evitar caer en el riesgo cambiario y pueda desembocar en un círculo vicioso de depreciación ante la huida de capitales y el posterior incremento de la fragilidad financiera.

El actual régimen cambiario además de colocar a la economía nacional en un contexto de fragilidad financiera, reduce los grados de libertad de la actual política monetaria. Al encontrarse la economía restringida a un nivel predeterminado de tipo de cambio, no se cuenta con una política monetaria independiente que permitan fijar la tasa de interés con vistas hacia un objetivo diferente (pleno empleo, crecimiento económico o estabilidad de precios). El caso mexicano demuestra que la tasa de interés ha jugado el papel de estabilizar y minimizar la volatilidad del tipo de cambio, con ello se muestra que se cumple el trilema de la política monetaria al dejar a un lado la autonomía monetaria, y contar un régimen de tipo de cambio controlado y una libre movilidad de capitales.

Además de la tasa de interés, se demostró como el banco central hace un uso de las intervenciones en el mercado cambiario para incidir sobre la determinación de la moneda nacional por medio del mecanismo de subastas. Éstas durante la última década han demostrado ser una de las herramientas adicionales de política. El uso de ambas herramientas para sostener la estabilidad del tipo de cambio no han permitido tener una política contracíclica que permita a la economía nacional la búsqueda de otros objetivos más que el de la estabilidad de precios.

En esta misma tónica, se encontró que el uso de la política monetaria y cambiaria han tenido efectos sobre la economía real a pesar de los planteamientos neoclásicos de que ninguna variable nominal tiene efectos en los resultados reales en el largo plazo. El caso mexicano muestra inconsistencias al momento de analizar la estrategia del crecimiento basado en las exportaciones -especialmente en manufacturas- y la inexistencia de un tipo de cambio competitivo. El mercado mexicano se ha permeado de producción importada lo cual ha golpeado a la industria y a la generación de empleos.

Enfocar los esfuerzos de la política monetaria y cambiaria sobre un único objetivo - estabilidad de precios- también ha tenido repercusiones sobre el producto. Durante el periodo de estudio se observó que el banco central por medio de la tasa de interés busca contraer tanto la oferta como la demanda agregada, contrayendo así la actividad económica. Con ello la política monetaria dirigida a mantener bajos niveles de inflación termina siendo procíclica reflejándose en menores ritmos de crecimiento económico.

Otra de los factores que determinan el bajo crecimiento económico es la pobre evolución de la inversión en un escenario de apreciación del tipo de cambio que afectado principalmente al sector manufacturero. La escasa evolución de la inversión termina por golpear el crecimiento de la demanda agregada. La baja rentabilidad de la inversión privada ha desestimulado la acumulación de capital en los sectores manufactureros.

Finalmente, una de las vías propuestas por los hacedores de política para retomar la senda del escaso crecimiento económico son las así llamadas reformas estructurales. Estas no han demostrado ser la vía para lograr mayores ritmos de crecimiento económico, más bien no han hecho más que profundizar los actuales rezagos que el país tiene en materia económica en aras de mantener la estabilidad macroeconómica. De este punto y una vez planteadas las consideraciones que se desprenden de la presente investigación, se considera conveniente:

En primer lugar, se debe de modificar el mandato único del Banco de México partiendo que la volatilidad del tipo de cambio tiene una fuerte incidencia sobre el movimiento de precios con miras a que el tipo de cambio flote libremente. Esto implicaría, sobreponer un objetivo de crecimiento económico y pasar a segundo plano el objetivo de estabilidad de precios.

En segundo lugar, se debe de operar con una política monetaria independiente, esto es, que se dirijan los movimientos de la tasa de interés hacia objetivos de crecimiento económico y de pleno empleo.

Por otra parte, un objetivo de crecimiento económico debe de ir acompañado de un tipo de cambio competitivo, entendiéndose éste como un tipo de cambio que se indexe al diferencial de precios entre México y Estados Unidos. Junto con esto, se debe dar un impulso a la productividad por medio de la inversión en ciencia y tecnología, para que ambos factores permitan a la producción nacional ser más competitiva y poder hacer frente al incremento de la demanda externa de productos nacionales.

Al beneficiarse el conjunto de la economía de la mejora en la competitividad, debe de tener lugar una política industrial para así desarrollar la industria y que permita tanto a los sectores que produzcan bienes transables como que produzcan bienes no transables tomar ventaja frente a la producción externa.

Se debe entonces, de configurar un escenario donde dentro de la política económica se priorice la política cambiaria y ésta sea vista como una herramienta a favor del crecimiento económico.