

Estabilidad del tipo de cambio nominal: conducción de la política cambiaria en México y apreciación cambiaria

Nominal exchange rate stability: exchange rate policy conduction in Mexico and the exchange appreciation

Daniel Alberto Pérez Ruiz* ■ ■ ■

Resumen

El régimen de libre flotación del tipo de cambio vigente a partir de diciembre de 1994 en México, no 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. Los mercados cambiarios en la era moderna, 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, los flujos de capital se han convertido en la fuerza dominante para fijar los tipos de cambio, lo que ha repercutido en una sobrevaluación del tipo de cambio nominal, colocando a la economía nacional en un contexto de vulnerabilidad.

Palabras clave:

- Economías domésticas
- Gobierno y sistema monetario
- Banco centrales y sus políticas

JEL: D1, E42, E44, E58

Abstract

The free-floating regime that has been enforced since December 1994 in Mexico, was portrayed as a better outcome for the economy, however the goals of the authorities were similar to the banded regime from 1991 to 1994. In fact, the Central Bank and Exchange Commission still do not permit the currency to float. Furthermore, an active monetary intervention prevents the currency from being determined by the market. Rather, the central bank and the Exchange Commission have been using the two main tools -interest rates and reserves- to influence in the exchange rate determination. These organizations are working to maintain stable exchange rates in order to fluctuations or changes in domestic prices. The foreign exchange markets in the modern era have been characterized for showing an increasing number of exchange transactions primarily for financial reasons, overcoming the volume of trade transactions. Mexico has made no exception. Given its nature as an open economy, the capital inflows have become the dominant force in setting exchange rates, and it has had a direct impact in a stronger nominal exchange rate overvaluation, placing the national economy in a high vulnerable environment.

Keywords:

- Domestic Economies
- Government and Monetary System
- Central Banks and Their Policies

Introducción

¿Realmente se trabaja con un tipo de cambio flexible en México? Es una de las preguntas que se plantean en el presente artículo, ¿existe o no un tipo de cambio flexible en la economía mexicana? aquí se busca dar respuesta a esta interrogante y se analiza el punto de vista de las autoridades, así como las diversas posturas y ventajas entorno al tipo de cambio flotante, al igual que el análisis del régimen de tipo de cambio fijo. Finalmente se analiza la fuerte incidencia de los flujos de capital y la apreciación del tipo de cambio.

* Pasante de la licenciatura en economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, e-mail:perezr.daniel@hotmail.com, este artículo forma parte del primer capítulo de su tesis de licenciatura. El autor agradece los valiosos comentarios del Dr. Arturo Huerta González y del Lic. Román Vidal Tamayo.

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.

Como menciona Wray (2012) en un régimen de tipo de cambio fijo, el gobierno utiliza la política económica para evitar movimiento en el tipo de cambio, justamente como describe Huerta (2011) para el caso de la economía mexicana la liberalización económica ha venido acompañada de políticas tales como disciplina fiscal, manejo prudencial de la oferta monetaria, altas tasas de interés y privatizaciones, todo ello con miras a mantener el tipo de cambio dentro en ciertos niveles.

En este mismo sentido, Calvo y Reinhart (2002) realizan un estudio empírico de 1989 a 1994 y 1994 a 1999, dentro del cual analizan el comportamiento del tipo de cambio, de las reservas internacionales y de la tasa de interés, para ver si realmente los países que dicen operar bajo un régimen de tipo de cambio flotante, en realidad así opera. Dentro del grupo de países seleccionados⁵ encuentran que México, es uno de los países en los cuales flota más el tipo de cambio con una probabilidad de que el tipo de cambio se mantenga en una banda de mas/menos 2.5 de 63.5%, es decir, existe una probabilidad de 36.5% que el tipo de cambio fluctúe más de 2.5% (que son las bandas que establecen los autores) en cualquier mes determinado. Ello comparado con países que se declararon flotantes como Bolivia, Canadá e India que mantuvieron durante el periodo de estudio una probabilidad de mantenerse en dichas bandas en alrededor de 93 por ciento.

Si se observa el periodo anterior a la crisis, el estudio empírico que realizan 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 95.7% de probabilidad que el tipo de cambio no fluctuara más allá de una banda de mas/menos 2.5%, visto de otra forma, existía solo 4.3% de probabilidad que el tipo de cambio fluctuara más allá del mas/menos 2.5 por ciento.

Para tales periodos también se realiza el análisis de las variaciones en las reservas internacionales, mostrándose como resultado de 1989 a 1994

⁵ 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.

de pagos, generados principalmente por desequilibrios macroeconómicos y financieros, ya sean de origen interno o externo”. Todo 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, $\Delta F/F$ (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%. 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 $x =$, es decir x toma el valor del tipo de cambio nominal se observa lo siguiente:

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

Esto es la probabilidad de 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 de 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.

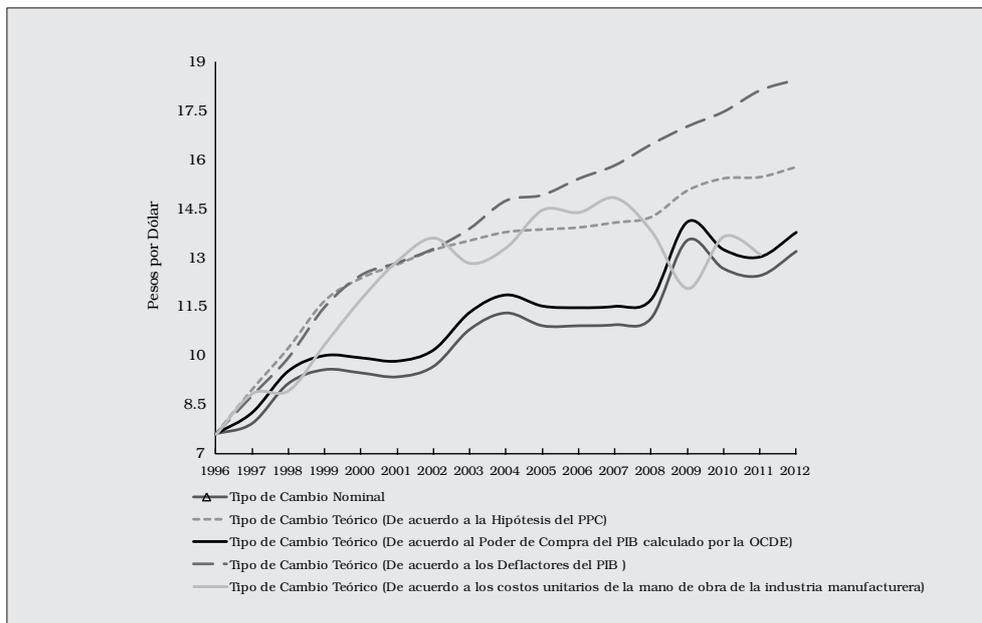
Ello se debe de acuerdo a Calvo y Reinhart (2002) a que los choques en la demanda de dinero y las expectativas al trabajar bajo un régimen de tipo de cambio fijo, se acomodan por medio de compras y ventas de reservas de divisas. Cuando $x = \Delta F/F$, se observa el caso contrario.

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

La probabilidad de 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).

Del cuadro 3 se deduce que existe evidencia de una sobrevaluación del peso mexicano bajo la hipótesis del PPC, no obstante se hace variar la base, se demuestra una creciente 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 se concluye que gran parte de la información en la tabla 3, presenta 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.

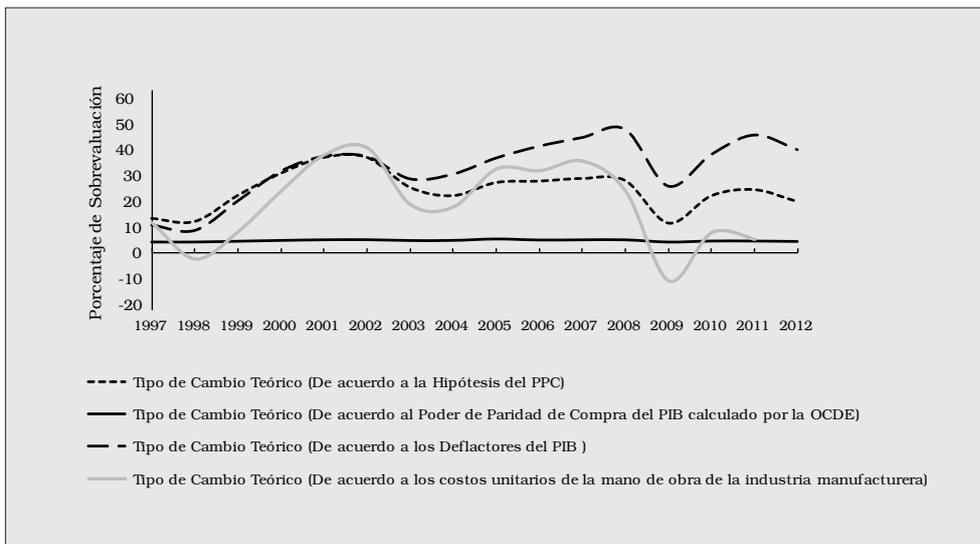
Gráfica 2
Tipos de cambio nominal y teóricos 1996-2012



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. Fuente: 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 defladores del PIB y

Gráfica 3
Margen de sobrevaluación del peso mexicano, 1997-2012



Notas: *es la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio teórico.
 Fuente: 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.

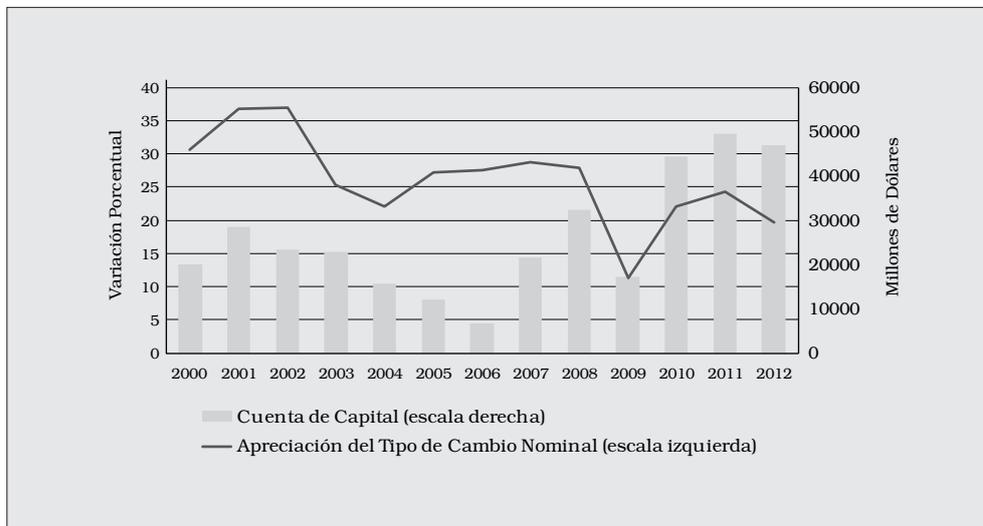
De todo lo anterior ¿qué se desprende? A partir de las diferentes metodologías empleadas para el cálculo del tipo de cambio teórico, se muestra evidencia empírica para afirmar que el actual régimen de tipo de cambio ha logrado apreciar la moneda nacional considerablemente. Para aspectos metodológicos, 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.

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. Por lo que las fluctuaciones del tipo de cambio han pasado a depender fuertemente de los movimientos de capitales en nuestra economía mas que del movimiento de las mercancías.

capitales. Es importante recordar que ello no es requisito al trabajar bajo un régimen de tipo de cambio flotante, ya que no se compromete la convertibilidad de la moneda a una paridad fija.

Gráfica 4
Apreciación del tipo de cambio nominal
y cuenta de capital



Fuente: Banco de México y cálculos propios.

Huerta (2001) encuentra una fuerte relación entre la estabilidad cambiaria y el comportamiento de la cuenta de capital, al señalar 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 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.

De lo anterior se desprende que, 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, lo que se ha visto reflejado en una constante apreciación del tipo de cambio nominal y que 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.

