

La política cambiaria en México y el impacto de la crisis financiera internacional¹

Josefina León León*

Introducción

La crisis de balanza de pagos de diciembre de 1994 que se reflejó, entre otros aspectos, en una brusca devaluación del tipo de cambio, llevó al gobierno mexicano a adoptar un régimen de flotación cambiaria. Bajo un régimen de este tipo el banco central no interviene en el mercado de divisas, el nivel de equilibrio del tipo de cambio se determina por la oferta y demanda de moneda extranjera. Sin embargo, en la práctica lo que se observa es que la autoridad monetaria interviene con el fin de evitar las fluctuaciones bruscas en el tipo de cambio y aminorar así las presiones inflacionarias.

El objetivo de este trabajo es mostrar que la política cambiaria de México, en congruencia con la política monetaria, se ha orientado fundamentalmente al logro de la estabilidad macroeconómica. Por lo tanto, ante choques exógenos el Banco de México (Banxico) implementa distintos mecanismos de intervención en el mercado de divisas; en este artículo se analizan las acciones de política cambiaria que el gobierno ha emprendido para hacer frente a la actual crisis financiera internacional, que se empieza a reflejar en nuestro país sobre todo a partir de octubre de 2008. Una idea importante que se desprende de este estudio es que, mientras México mantenga su alta dependencia hacia el sector externo y no se le de prioridad al crecimiento económico y a la generación de empleo, va a ser muy difícil lograr la fortaleza del peso mexicano.

El artículo se integra por tres apartados, en el primero se hace un resumen de los factores que inciden en el cambio de orientación del modelo de desarrollo implementado en nuestro país a raíz de la crisis de la deuda externa de 1982; al igual que otros países de América Latina y del mundo, México se ve presionado a instrumentar una serie de medidas inspiradas en la filosofía del neoliberalismo económico, las cuales fueron recomendadas por el Consenso de Washington con el fin de acceder a la reestructuración de la deuda externa. En el segundo apartado se analiza el mecanismo de transmisión de la política monetaria, de donde se deduce que el tipo de cambio es una variable clave que contribuye al control de la inflación. En la última parte se estudian las medidas emprendidas en materia de políticas monetaria y cambiaria

¹ Una versión preliminar de este trabajo se presentó en el 2º Foro de Finanzas, Administración de Riesgos e Ingeniería Financiera, realizado el 24 y 25 de septiembre, UAM-A, México, 2009.

* Profesora del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, e-mail: llmj@correo.azc.uam.mx.

aplicadas por el gobierno mexicano con el fin de hacer frente a la actual crisis financiera internacional y se presentan las conclusiones del artículo.

1. Consenso de Washington, globalización económica y mercado cambiario²

Un aspecto fundamental de las economías capitalistas en el marco de la globalización económica es que se hace énfasis en el funcionamiento del sistema de precios; los precios son las señales del mercado que sirven para coordinar las decisiones entre los agentes económicos en su papel de oferentes o demandantes de un bien, servicio o activo financiero. La crisis de estanflación económica de la década de los setenta rompe el consenso keynesiano, el cual justificaba la intervención del estado en la economía. Bajo el argumento de que los desequilibrios económicos eran provocados por políticas económicas de carácter expansivo atribuidas a Keynes, se empieza a promover la creencia de que para lograr controlar la inflación era necesario aplicar una política monetaria de carácter contractivo coordinada con una política fiscal cuyo objetivo esencial fuera el logro de un presupuesto fiscal equilibrado.

La contrarrevolución monetarista fue encabezada por Milton Friedman, se le llama así porque se trata de una corriente que empieza a cuestionar las ideas de lo que con anterioridad había constituido la revolución keynesiana. En la perspectiva del monetarismo los problemas económicos no se resuelven con la intervención del gobierno, se debe dejar que sean las propias fuerzas del mercado las que corrijan los desequilibrios económicos a través del proceso de auto ajuste de los precios. Friedman (1968) hizo énfasis en lo siguiente: “Hay un amplio acuerdo sobre los objetivos de la política económica: empleo alto, precios estables y crecimiento económico. Hay menos acuerdo en aquellos objetivos que son mutuamente compatibles, a qué se le debe de dar mayor importancia. Pero aún hay menos acuerdos sobre el papel de los instrumentos de la política económica y de cómo deberían usarse para lograr muchos objetivos”.

Las ideas de Friedman inspiraron a otros economistas reconocidos, como Robert Lucas, Edward C. Prescott y Finn E. Kydland³, estos últimos constituyen los pilares

² Este apartado se basa parcialmente en ideas expuestas en León León J., “Las causas de la estanflación económica de la década de los setenta y la revolución neoliberal: hacia una nueva fase del capitalismo”, en *Ensayos de política económica en México* (2009), coordinado por Francisco Rodríguez Garza, obra en proceso de publicación, UAM-Azcapotzalco.

³ Autores que fueron reconocidos con el Premio Nobel de Economía; en 1976 se otorga a M. Friedman, por sus resultados en los campos del análisis del consumo, historia y teoría monetaria y por su demostración de la complejidad de las políticas de estabilización. En 1995 es galardonado R. Lucas, por haber desarrollado y aplicado la hipótesis de expectativas racionales y haber por tanto transformado el análisis macroeconómico y profundizado la comprensión de la política económica. En 2004 se le otorga a

básicos de la Nueva Economía Clásica, es decir, la corriente en la que se fundamenta la nueva ortodoxia neoclásica y que es la base de lo que se conoce como políticas neoliberales, las cuales se empiezan a implementar a finales de la década de los años setenta y principios de la década de los ochenta por R. Reagan en Estados Unidos y M. Thatcher en Inglaterra⁴; la fuerte disciplina monetaria impuesta por estos dos países tuvo el efecto inicial de sumir al mundo en una recesión y posteriormente, poner fin al auge internacional de créditos, que terminó en 1982 con la crisis de la deuda en México y su insolvencia financiera. La situación anterior provocó el pánico en los mercados financieros internacionales cuando otros países en vías de desarrollo hicieron lo mismo.

Para las economías desarrolladas del mundo capitalista la solución a los problemas se encontraba en un nuevo modelo de desarrollo, el cual fue inspirado por los economistas neoclásicos. Para la mitad de los ochenta el neoliberalismo antiinflacionario se había convertido en la teoría y política oficial de la mayoría de los principales países capitalistas y por tanto su influencia se extendió a los demás países⁵. Las medidas de política económica de carácter neoliberal que se empezaron a implementar en la mayoría de los países se resumen en el consenso de Washington de 1989, el cual contiene diez puntos que sirvieron de referencia para determinar los lineamientos generales de la política económica del modelo que deben seguir los países capitalistas, en lo que puede considerarse una nueva fase del capitalismo, caracterizada por el proceso de globalización económica:

1. Finanzas públicas equilibradas.
2. El objetivo central de la política económica es el control de la inflación.
3. Reducción del gasto público.
4. Reforma tributaria.
5. La tasa de interés debe de determinarse en el mercado de dinero.
6. El tipo de cambio se debe de determinar en el mercado cambiario, por las libres fuerzas del mercado (tipo de cambio flexible).

E. C. Prescott y F. K. Kydland por sus contribuciones a la dinámica macroeconómica: la consistencia del tiempo en la política macroeconómica y las fuerzas que regulan los ciclos económicos.

⁴ En el caso particular de los países de América Latina, Chile fue el primer país en experimentar las políticas neoliberales en la dictadura militar de Augusto Pinochet, quien en 1973 a través de un golpe de Estado derribó al gobierno socialista encabezado por Salvador Allende.

⁵ “Las economías que durante mucho tiempo habían abogado por su propia modalidad local de socialismo, financiada con la ayuda de Occidente, de repente tuvieron que contemplar un enfoque más realista para atraer las inversiones occidentales al practicar políticas de libre mercado: todavía un terremoto pequeño, pero que transformaría a la economía mundial en la próxima década”. Thatcher, Margaret (1994), *Los años en Downing Street*, Ediciones Aguilar-Nuevo Siglo, pp. 168-169. Citado en Rodríguez Vargas (2005), p. 9.

7. Apertura comercial.
8. Promoción de la entrada de inversión extranjera directa.
9. Privatización de empresas estatales.
10. La desregulación para promover la competencia.

Las medidas anteriores sin lugar a dudas nos resultan muy familiares, durante casi tres décadas los distintos gobiernos que hemos tenido han orientado la política económica tratando de seguir los lineamientos de las leyes del mercado. La apertura comercial, la desregulación del sistema financiero y la competencia por atraer capitales externos reflejan la orientación que se ha dado a la economía mexicana, en la que el sector externo juega un papel central. Lo anterior ha favorecido a empresas extranjeras y a grandes empresas nacionales, en detrimento de empresas medianas y pequeñas, que en otros países, como China, Corea, India y Brasil, son las más dinámicas, innovadoras y exportadoras.

Bajo la lógica del libre mercado se espera que el proceso de ajuste de los precios relativos entre las distintas economías se encargue de corregir los problemas de balanza de pagos entre países desarrollados y países en vías de desarrollo, como si en las economías hubiera condiciones de competencia perfecta, cuando en la realidad imperan estructura de mercado de competencia imperfecta que van a generar efectos adversos en el crecimiento económico de los países con menores recursos.

En México, de acuerdo con el Presidente de la Comisión Federal de Competencia (CFC), las estructuras de mercado no competitivas se pueden encontrar en una amplia gama de sectores, como por ejemplo las telecomunicaciones, la industria manufacturera, el transporte, la energía y los servicios financieros; señala que la situación es tan grave que: “El Estado mexicano ha sido capturado por grupos de poder y buscadores de rentas y ha perdido su capacidad para conducir a la economía por un sendero de crecimiento con equidad”. Después de haber vivido las crisis de 1982, 1995, y de padecer la crisis actual, es evidente que la economía mexicana se enfrenta a un problema estructural de bajo crecimiento económico asociado a una caída en la competitividad y una alta concentración del ingreso. Para lograr mejorar la competencia se necesita un marco regulatorio procompetitivo pero también de medidas efectivas en la aplicación de la ley⁶; por lo que más que la “desregulación para promover la competencia”, lo que

⁶ Eduardo Pérez Mota, “Retos en regulación y aplicación de la legislación de competencia”, 7º Seminario Internacional de Competencia Económica, 12 de noviembre, 2009. Ver: <http://www.cfc.gob.mx>

promueve el titular de la CFC son mecanismos de regulación más eficaces y transparentes.

1.1 Mercado cambiario

Bajo la filosofía del neoliberalismo económico se reduce el peso del Estado en la economía y se busca la asignación eficiente de los factores productivos a través del ajuste de precios que resulta del libre funcionamiento de los mercados, asumiendo que éstos funcionan en competencia perfecta. Por lo tanto, la idea es que los distintos precios del sistema económico se deben determinar a través de la interacción entre la oferta y la demanda. De este modo, P representa el precio nominal de los bienes y servicios en el mercado de bienes; w , son los salarios nominales o costo del trabajo en el mercado laboral; i la tasa de interés monetaria o costo del dinero del mercado monetario; E el tipo de cambio nominal del mercado cambiario, definido como el número de unidades monetarias nacionales a pagar por una unidad de moneda extranjera⁷. Como veremos, la tasa de interés es el instrumento de la política monetaria, cuyo objetivo exclusivo es el control de la inflación. En lo que respecta a los salarios, el gobierno considera que su ajuste hacia la alza genera presiones inflacionarias, por lo que en la negociación de los contratos salariales su variación normalmente va a ser menor o igual a las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La política cambiaria atiende el comportamiento del tipo de cambio nominal, hay dos regímenes cambiarios extremos: tipo de cambio fijo y el tipo de cambio flexible. Con tipo de cambio fijo, cualquier desequilibrio en la balanza de pagos traerá consigo una variación en el nivel de reservas internacionales. “Las autoridades monetarias nacionales se comprometen a mantener una cotización determinada (“oficial”) de su divisa en los mercados de cambio (o una banda de fluctuación para ella, si la rigidez no es total); en consecuencia, esas mismas autoridades monetarias comprarán o venderán en ellos su divisa para compensar cualquier fluctuación del tipo de cambio de la misma, por pequeña que sea (Fernández, Parejo y Rodríguez: 2006: 254). Por el contrario, con tipo de cambio flexible el banco central no interviene en el mercado de divisas y los desequilibrios en la balanza de pagos se verán reflejados en variaciones del tipo de cambio para adaptarse a las condiciones de la oferta y la demanda de moneda extranjera; aunque como ya señalamos, es importante subrayar que normalmente lo que se tiene es flotación “sucia” o intervenida, es decir, la intervención

⁷ Dada la alta dependencia económica de México hacia Estados Unidos, el tipo de cambio nominal lo definimos como la cantidad de pesos por cada dólar.

“oficial” del gobierno es común, ya que muchos países reaccionan cuando sus monedas se mueven fuera de un rango deseado.

El viejo sistema de Bretton Woods (1944-1971), que se derrumbó en 1971, era un sistema de tipo de cambio fijo. Su objetivo principal fue empezar a reordenar el sistema monetario internacional, dadas las condiciones de inestabilidad que imperaban como resultado de las dos guerras mundiales. Para dar estabilidad a las transacciones comerciales se consideró necesario utilizar un tipo de cambio sólido fundado en el dominio del dólar. De este modo, se adoptó un patrón oro-divisas a través del cual los países fijaron la paridad de sus monedas en relación con el dólar y el dólar estaba atado al oro, a razón de 35 dólares la onza⁸. Además, al Gobierno de Estados Unidos (EU) se le concedió la facultad de cambiar dólares por oro a ese precio sin restricciones ni limitaciones.

En estos acuerdos se refleja el papel fundamental que EU empieza a jugar al final de la Segunda Guerra Mundial, fecha en la que acaparaba 2/3 partes de las reservas mundiales de oro⁹. El Fondo de la Reserva Federal (Fed), que es el banco central de Estados Unidos, tenía que controlar la oferta de dólares de acuerdo a la existencia de reservas en oro, es decir, por cada onza de oro en reservas se podían emitir 35 dólares. Al fijar su moneda al dólar, el tipo de cambio se convierte en el ancla nominal de los precios, pues de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra, o PPP (*Purchasing Power Parity*), si se verifica una serie de supuestos, en el largo plazo los precios internos van a tender a igualarse a los precios externos (P^*) multiplicados por el tipo de cambio ($P = EP^*$).

Sin embargo, Estados Unidos no respetó las reglas, a finales de los cincuenta había una fuerte escasez de dólares debido a la reconstrucción europea, lo que el gobierno estadounidense aprovechó a través de emitir dólares para financiar su creciente déficit con su propia moneda, obteniendo las ventajas derivadas del señoraje¹⁰. “A finales de los sesenta debido a las políticas fiscales expansivas de EU, motivadas fundamentalmente por el gasto bélico provocado por la guerra en Vietnam, la salida de recursos financieros debido a la inversión de los estadounidenses en el exterior y otros gastos internos, propiciaron que EU tratara de resolver sus necesidades financieras imprimiendo dinero, con lo cual el dólar dejó de estar realmente respaldado por

⁸ Una onza equivale a 28.75 gramos, que multiplicado por 16 da el peso de una libra, es decir, 460 gramos.

⁹ Ver la página de Internet: <http://es.wikipedia.org/wiki>.

¹⁰ El señoraje es el ingreso que percibe el gobierno como resultado de su poder monopólico para imprimir moneda. Como el dólar se utiliza en las transacciones internacionales, Estados Unidos imprimía dinero a un bajo costo y a cambio podía comprar bienes y servicios.

las reservas de oro en manos del Gobierno estadounidense”¹¹. La primera crisis del dólar se presenta en 1967-68, con la aparición del mercado dual: el mercado oficial y el mercado libre, que alcanzaba precios superiores a los 35 dólares la onza. El exceso de oferta de dólares junto con el alto déficit externo de los Estados Unidos generó dudas acerca de la convertibilidad del dólar en oro, los especuladores esperaban una devaluación del dólar, lo que originó una fuga de capitales de EU. Cuando en 1971 los bancos europeos exigieron a Estados Unidos convertir sus reservas de dólares en oro, el Presidente Richard Nixon suspendió la convertibilidad del dólar en oro y devaluó el dólar en 10%, modificando de manera unilateral el tipo de cambio del dólar respecto de las otras monedas internacionales, lo que vino a colapsar los Acuerdos Monetarios de Bretton Woods.

De acuerdo con su nivel de desarrollo y/o situación geográfica, los distintos países adoptan desde 1973 el esquema cambiario que consideran adecuado, por lo que los regímenes cambiarios se empiezan a diversificar entre: tipo de cambio fijo, fijación unilateral, tipo de cambio ajustable, esquema cambiario cooperativo, tipo de cambio flexible y el tipo de cambio reptante, entre otros¹². A lo largo de los años los sistemas cambiarios también han ido evolucionando, pero hay una hipótesis que ha cobrado importancia en la literatura económica y se la llama “la solución de dos esquinas”, “la visión bipolar” o “la teoría del desvanecimiento del centro”. “Según esta hipótesis, en el mundo de mercados de capitales internacionales cada vez más interconectados, el escenario intermedio de regímenes cambiarios de “fijación suave” (soft pegs) (por ejemplo, el tipo de cambio fijo, las bandas de flotación, etcétera) resultaría más expuesto a ataques especulativos y por ende insostenible. Esto explicaría el que aparentemente se haya observado una concentración de regímenes cambiarios en los dos extremos: “fijación dura” (es decir, unión monetaria o consejo cambiario) o completa flexibilidad (es decir, flotación controlada o flotación pura)” (Martínez Trigueros: 2005, 13).

Los datos que se observan en el cuadro 1 muestran que si se compara la situación de los regímenes cambiarios en 2005 en relación al año de 1990, efectivamente hay una tendencia, tanto de los países desarrollados como en vías de desarrollo, hacia la fijación dura o hacia la flotación, mientras que los países con regímenes intermedios observan un descenso de 66.2 a 28.9 por ciento. Lo anterior apoya la hipótesis de “la visión bipolar”, planteada por autores como Eichengreen (1994), Obstfeld y Rogoff (1995) y Frankel (1999). En el caso de México, en la

¹¹ Ver la página de Internet: <http://es.wikipedia.org/wiki>.

¹² Ver Sachs, J.D. y F. Larraín, *Macroeconomía en la economía global*, México, Prentice Hall, 1994. Cap. 10, pp. 282-319.

actualidad nos ubicamos entre los países en desarrollo que adoptaron la flotación cambiaria. Recordemos que desde 1954 la economía ha transitado por diversos esquemas cambiarios, entre los que se pueden señalar: tipo de cambio fijo, tipo de cambio flotante, deslizamiento controlado, tipo de cambio dual, tipo de cambio de flotación manejada y tipo de cambio fijo con bandas de flotación¹³.

Cuadro 1 Evolución de los regímenes cambiarios en el mundo
(Número de países como % del total)

Régimen cambiario	Todos los países		Países en desarrollo y transición	
	1990 (I Trim)	2005 (II Trim)	1990 (I Trim)	2005 (II Trim)
Fijación dura	15.3	25.7	18.1	21.6
Regímenes intermedios	66.2	28.9	65.4	32.7
Flotación	18.5	45.4	16.5	45.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2005).

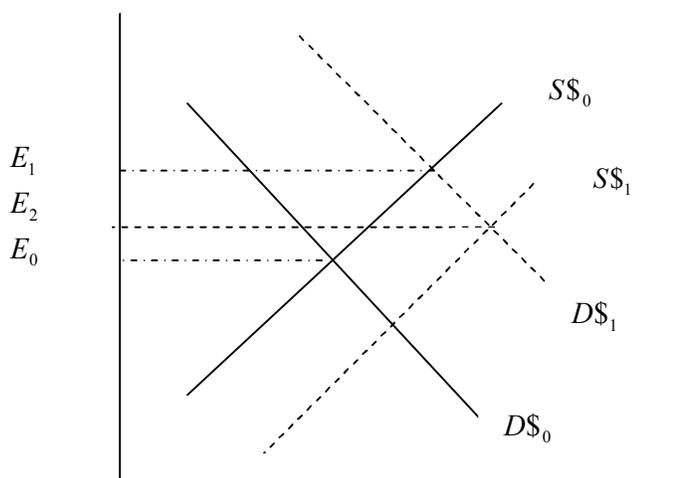
En un régimen de tipo de cambio con flotación limpia el banco central no interviene en el mercado cambiario, también conocido como mercado de divisas o *forex*, el nivel del tipo de cambio se debe determinar por la oferta y demanda de dólares. La demanda de dólares $D\$_0$ en el mercado de divisas muestra una relación negativa entre el precio de los dólares (pesos por dólar ($\$/USD$)) y la cantidad demandada de dólares. Por su parte, la oferta de dólares $S\$_0$ muestra una relación positiva entre el precio de los dólares y la cantidad ofertada de dólares. La balanza de pagos es el registro contable de las transacciones de bienes, servicios y activos de un país con el resto del mundo; también es el registro de las fuentes (oferta) y usos (demanda) de divisas de un país, por lo que, como se ha señalado con anterioridad, los desequilibrios en la balanza de pagos se verán reflejados en variaciones del tipo de cambio para adaptarse a las condiciones de la oferta y la demanda de moneda extranjera.

En el caso de México los factores más importantes de los que depende la oferta de dólares son: las exportaciones, la inversión extranjera, el turismo y las remesas. La demanda de dólares se integra por los agentes económicos que poseen pesos y desean adquirir dólares; la demanda se asocia a factores como las importaciones realizadas, el

¹³ Para mayor detalle ver Mansell y Carstens (1992).

pago de la deuda y los pagos de intereses asociados a dicha deuda. Adicionalmente, se pueden demandar dólares con fines especulativos, “en el mercado de divisas la compra y venta generalmente se realiza en un plazo relativamente corto, de manera casi inmediata, aunque en el mercado cambiario también se pueden realizar operaciones en los que la compra o venta se realiza a plazos mayores a una semana, inclusive con vencimiento mayor a un año. Este elemento temporal, en cuanto al vencimiento de las operaciones, hace que el mercado cambiario se divida en mercado de contado o *spot* y en mercado a plazo o *forward*. Es importante mencionar que en la mayoría de las operaciones del mercado cambiario la liquidación se realiza 48 horas después de haber vencido, por lo que las operaciones que se liquidan de manera inmediata, en 24 o 48 horas, son consideradas operaciones de mercado *spot* (Ayala Gaytán, *et al*, 2008: 268-269).

Como se muestra en la gráfica 1, el tipo de cambio de equilibrio se encuentra en el punto en el que la cantidad demandada de dólares es igual a la cantidad ofrecida, es decir: $E_0 \rightarrow D\$_0 = S\$_0$; un exceso en la oferta de dólares provocará una apreciación de la moneda mexicana, es decir, por cada dólar se darán ahora menos pesos, por lo que aumenta el valor del peso; por el contrario, un exceso en la demanda de dólares provocará una depreciación cambiaria. Dado el desequilibrio estructural en la cuenta corriente de la balanza de pagos, México normalmente está sujeto a presiones que apuntan hacia la depreciación del tipo de cambio, cuando la demanda de dólares es excesiva, esto se va a reflejar en el mercado de divisas en una brusca depreciación cambiaria, situación que normalmente se presenta en situaciones de crisis económicas como la de 1982, 1994-1995 y la más reciente de octubre de 2008.



Gráfica 1. Flotación intervenida en el mercado de divisas: oferta y demanda de dólares.

Hemos visto que el mercado de divisas depende tanto de factores internos como externos, además se trata de un mercado en el que las predicciones de los agentes en relación al nivel actual del tipo de cambio en relación a sus expectativas sobre cuál será su valor en el futuro, juegan un papel central, motivo que lo convierte en un mercado con un componente altamente especulativo en el que las decisiones involucran riesgos que pueden llevar a obtener ya sea un rendimiento positivo o pérdidas. Por lo tanto, dado que un régimen de libre flotación está sujeto a incertidumbre y riesgo, es normal que los países tengan temor de que la flotación de su moneda se traduzca en una fuerte volatilidad cambiaria, motivo por el que los bancos intervienen en el mercado cambiario con el fin de dar estabilidad al mercado, evitando que su moneda sufra ataques especulativos o no refleje adecuadamente su verdadero valor. En la gráfica 1 se muestra una situación en la que se incrementa la demanda especulativa de dólares, con lo que dicha demanda se traslada hacia la derecha, de $D\$_0$ a $D\$_1$, si el banco central no interviene el nivel del tipo de cambio se mueve de E_0 a E_1 , lo que representa un movimiento brusco en el tipo de cambio. Pero si el Banco Central interviene ofreciendo dólares en el mercado de divisas, la oferta se desplaza de $S\$_0$ a $S\$_1$, con lo que la depreciación de la moneda será menor y pasará de E_0 a E_2 . Para poder intervenir en el mercado de divisas las autoridades monetarias tienen que hacer uso de las reservas o activos internacionales (AI) del país; por lo tanto, entre mayor sea la oferta de dólares que se pone a la venta, las reservas internacionales reflejarán un descenso mayor. Además, la venta de dólares se hace a cambio de pesos, lo que implica una reducción en la cantidad de moneda local que circula en el país, generando presiones alcistas en la tasa de interés monetaria. De lo anterior se deduce que existe una estrecha relación entre los movimientos del tipo de cambio y la determinación del nivel de la tasa de interés por parte del Banxico, lo que veremos con mayor detalle en el siguiente apartado.

2. Mecanismo de transmisión de la política monetaria

En México, bajo el régimen actual de metas de inflación asociado con un sistema cambiario de libre flotación, tanto la tasa de interés como el tipo de cambio van a jugar un papel primordial como variables de ajuste de la economía mexicana ante choques exógenos. Un esquema de metas de inflación consiste en definir una tasa baja de inflación tanto en el corto como en el mediano plazo como el objetivo primario y en muchos países el objetivo exclusivo del banco central. Un régimen de este tipo se

combina con el manejo de las tasas de interés más que de los agregados monetarios, motivo por el que la base monetaria o dinero de alto poder expansivo se ajusta de manera endógena a los movimientos de la demanda de dinero.

Los factores que definen un esquema de objetivos de inflación son los siguientes¹⁴: “a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria; b) el anuncio de metas de inflación de mediano plazo; c) la conformación de 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; y 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”.

A partir de 1993 el Banco de México logra su independencia legal, en su carácter de institución autónoma tiene como objetivo central el logro de la estabilidad de los precios. En enero de 1999 establece un objetivo de mediano plazo, en el sentido de alcanzar hacia finales del año 2003 una inflación similar a la de Estados Unidos y Canadá, países socios en el Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN). En 2001 establece la meta de inflación del 3 por ciento y en 2002 señala que esta meta se va a mantener en años subsecuentes. Adicionalmente, establece un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo del 3 por ciento ($3 \pm 1\%$).

Durante el período de 1995 a la actualidad ha prevalecido el carácter contractivo de la política monetaria. La herramienta principal y más conocida de dicha política durante el período de 1995 a abril de 2003, fue el Régimen de Saldos Acumulados (SA), mejor conocido como política de “cortos”, para el caso de una política monetaria contractiva o de “largos”, si se trata de una política expansiva. Posteriormente dicho régimen fue sustituido, a partir del 10 de abril del 2003, por un Régimen de Saldos Diarios (SD). Del 11 de marzo de 1998 al 23 de marzo del 2005 se aplicaron 35 “cortos”, con lo que de un nivel de 0.7 millones de pesos diarios se pasa a 79 millones de pesos. Esta cifra se mantiene sin cambio hasta que a partir del 21 de enero de 2008 el Banco de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”), en sustitución del régimen de SD¹⁵.

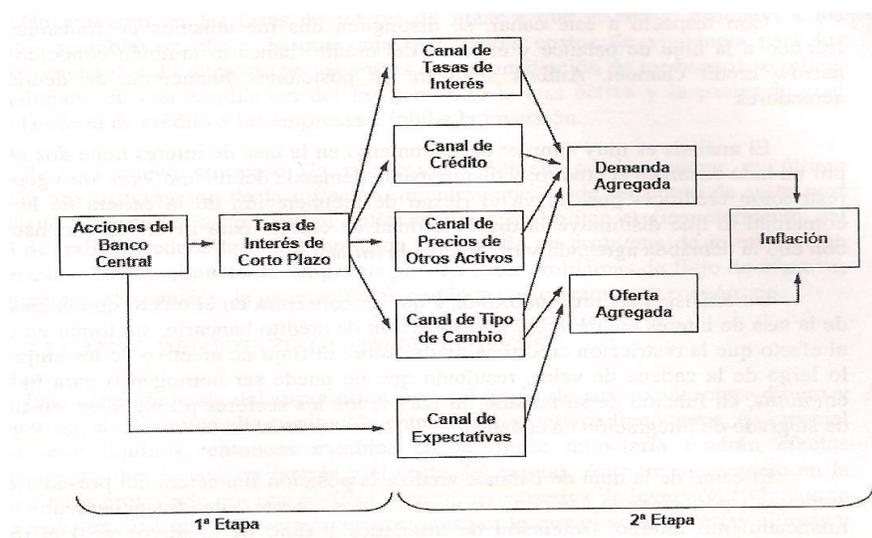
¹⁴ Banco de México, *Programa monetaria para 2001*.

¹⁵ Para mayor información ver: Banco de México, *El Programa Monetario para 2008*.

Desde mayo de 2003 las autoridades monetarias habían establecido un piso al costo del dinero en el mercado secundario, con lo que la adopción de la tasa de fondeo bancario como objetivo operacional concluye el proceso de transición en la instrumentación de la política monetaria. Entre otros instrumentos que utiliza el Banco de México para lograr su objetivo destacan: las operaciones de mercado abierto, los bonos de regulación monetaria (Brems) y los depósitos obligatorios de la banca comercial en el Banco de México. La tasa de fondeo bancario se ajusta a un nivel determinado con el fin de reflejar la postura de la política monetaria de nuestro país frente al resto del mundo. Es decir, a partir de 2008 México toma medidas similares a las que se establecen en otros bancos centrales, como el Fondo de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos, el Banco Central de Japón, el Banco Central de Canadá, o el Banco Central Europeo.

En el cuadro 2 se muestra el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la perspectiva del Banco de México, en el que se resume el impacto que generan las decisiones de las autoridades monetarias sobre el sistema económico en su conjunto; las acciones emprendidas por el banco central modifican la tasa de interés de corto plazo y esto a su vez afecta a la economía a través de cinco canales: la tasa de interés, el crédito, el precio de otros activos, el tipo de cambio y las expectativas, lo que a su vez influye tanto a la demanda como a la oferta agregadas y finalmente impacta el nivel de inflación, que es lo que finalmente le interesa controlar al Banco Central.

Cuadro 2. El mecanismo de transmisión de la política monetaria



Fuente: Banco de México. "Efectos de la política monetaria en la economía", 2008.

En el trabajo de Mishkin (1995) se puede encontrar una explicación resumida de los distintos canales de transmisión de la política monetaria que han sido planteados en la literatura económica desde mediados del siglo XX. Los canales que considera este autor son los mismos que aparecen en el cuadro 2, con excepción del canal de expectativas. Lo que nos interesa destacar en este artículo es lo que se refiere al canal del tipo de cambio, cuyo proceso de ajuste, de acuerdo con la teoría del arbitraje internacional de las tasas de interés, es como sigue: $i = i^* + \frac{\Delta E}{E}$; la ecuación anterior afirma que con libre movilidad de capitales y dada la tasa de riesgo país (i_r), la tasa de interés interna (i) debe ser igual a la tasa de interés externa (i^*) más la tasa de variación del tipo de cambio. Si el banco central aplica una política monetaria de carácter contractivo esto se refleja en un aumento en la tasa de interés objetivo, que en el caso de México es la tasa de fondeo bancario (i), lo que genera un desequilibrio, dado que ahora la tasa de interés local es mayor que la tasa de interés internacional (i^*) sumada a la variación cambiaria $\frac{\Delta E}{E}$, lo que se va a convertir en un factor de atracción de la inversión extranjera (ΔIE) en el mercado de capitales. Por lo tanto, ingresan dólares a nuestro país, con la consecuente apreciación del tipo de cambio¹⁶ (∇E), lo que disminuye la competitividad de las exportaciones y genera una reducción tanto en la balanza comercial (∇BC) como en la producción agregada. Como la balanza comercial es un componente de la demanda agregada, dicha demanda cae (∇DA), presionando la inflación hacia la baja (∇P). El proceso de ajuste descrito con anterioridad se puede plantear como:

$$\Delta i \rightarrow i > i^{**} + \frac{\Delta E}{E} + i_r \rightarrow \Delta IE \rightarrow S\$ > D\$ \rightarrow \nabla E \rightarrow \nabla BC \rightarrow \nabla DA \rightarrow \nabla P$$

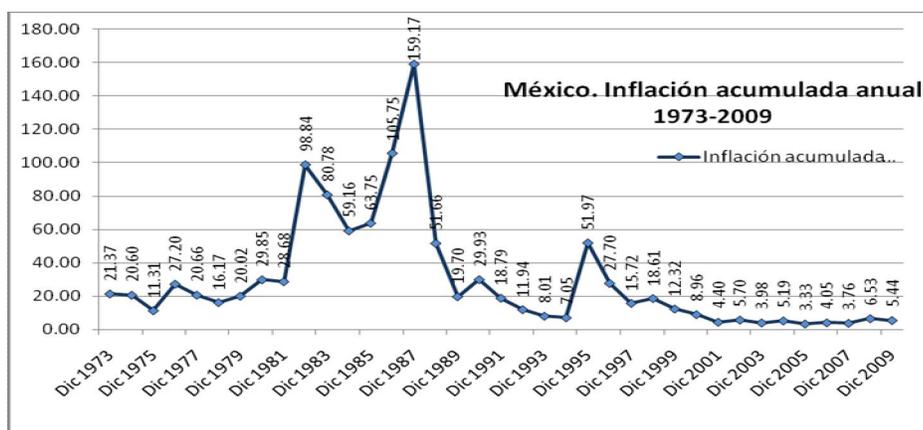
De acuerdo con la paridad de poder de compra (PPP), si el tipo de cambio se aprecia los precios internos van a tender a disminuir, como se observa en el proceso de ajuste anterior y lo contrario sucede con una depreciación del tipo de cambio. Por lo que una política monetaria de carácter contractivo tiende a apreciar la moneda y a generar un impacto favorable en la inflación. Sin embargo, genera un impacto recesivo en la

¹⁶ Aparte de los flujos netos de capital externo, recordemos que en la apreciación del tipo de cambio también influyen factores como: los precios internacionales del petróleo, las exportaciones, las remesas de los migrantes, el turismo y las subastas de dólares del Banco de México.

actividad económica que en este caso se muestra vía el empeoramiento en el saldo neto de la balanza comercial.

Un supuesto importante en este razonamiento es que, partiendo del arbitraje de las tasas de interés, los flujos internacionales de capital son altamente sensibles a las variaciones en la tasa de interés interna. Sin embargo, en la realidad puede ser que esto no sea así, con lo que la atracción de capitales del exterior requiere de ampliar la brecha entre la tasa de interés interna en relación a la internacional, una vez descontada la variación cambiaria y la tasa de riesgo país¹⁷. Con anterioridad hemos señalado que a raíz de la crisis económica de 1995 el gobierno mexicano ha implementado una política monetaria en la que ha prevalecido su carácter contractivo, la cual ha sido muy eficaz para lograr controlar el crecimiento de la inflación, pues como se puede observar en la gráfica 2, la tasa de inflación se reduce de niveles de 52 por ciento en 1995 a alrededor de 6 por ciento en promedio anual durante los últimos dos años de 2008 y 2009. Situación en el que han jugado un papel importante los distintos canales de transmisión de la política monetaria pero en particular el que se asocia con el tipo de cambio.

Gráfica 2. México: Inflación acumulada anual.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Inflación proyectada a diciembre de 2009.

¹⁷ Jonathan Heath señala que la mayoría de los flujos de capital que recibimos del exterior no son sensibles a la tasa de interés y que esto se puede constatar a través de analizar la cuenta de capital de la balanza de pagos. Ver Heath J., "Muchas veces las recomendaciones para corregir un problema son peores que la propia enfermedad. Tal es el caso de la supuesta sobrevaluación del tipo de cambio". *Reforma*, 3 de diciembre, 2002.

Por lo anterior, no es de sorprender que el banco central tenga incentivos para aplicar políticas de sobrevaluación cambiaria¹⁸ que estimulen la entrada de capitales, aunque sean especulativos, esto con el fin de que el tipo de cambio contribuya a estabilizar el poder adquisitivo de la moneda. Hay varios argumentos que se pueden señalar a favor de una política de este tipo: 1. De acuerdo con la teoría de la PPP, la depreciación cambiaria genera presiones inflacionarias, lo que se conoce como el “traspaso” (*passthrough*) de los movimientos del tipo de cambio nominal a la inflación doméstica, lo que genera un impacto negativo en el salario real de los trabajadores. 2. La depreciación aumenta el precio de los insumos y productos importados, motivo por el que se incrementan los costos y las empresas se ven en la necesidad de subir sus precios. 3. La depreciación cambiaria incrementa la deuda de las empresas mexicanas que tienen pasivos en dólares. 4. Dependiendo de la elasticidad de las exportaciones e importaciones en relación a los movimientos del tipo de cambio, una depreciación cambiaria puede aumentar la competitividad de las exportaciones, con lo que se incrementan las exportaciones netas, la demanda agregada y los precios. 5. La depreciación del peso reduce el rendimiento de las inversiones del mercado de capitales que están denominadas en pesos.

Por lo tanto, a pesar de que el gobierno declare tener un régimen cambiario flexible, en la práctica no va a permitir la flotación libre del tipo de cambio, especialmente cuando hay presiones para depreciar la moneda, dado el desequilibrio estructural de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las variaciones cambiarias generan efectos de redistribución del ingreso y tienen impactos en el nivel de actividad económica. Esto explica que ante la fuerte inestabilidad cambiaria que presiona al tipo de cambio hacia la depreciación asociada a las situaciones de crisis, se prefiera incurrir en la pérdida de reservas internacionales y el endeudamiento antes de afectar los

¹⁸ El tipo de cambio real es el tipo de cambio nominal ajustado para compensar los diferenciales de inflación entre un país y otro; es decir, el tipo de cambio real es un indicador de la competitividad de una

economía ($e = \frac{EP^*}{P}$). El nivel de equilibrio del tipo de cambio real es al que tiende la economía en una

situación de largo plazo y es el valor “correcto” que correspondería en una situación de equilibrio interno y externo. La teoría de la PPP supone que este valor de equilibrio es contante, pero se puede modificar ante cambios significativos en los flujos de capital, en los términos de intercambio, en la productividad y en la acumulación de activos externos. Por lo tanto, dicho nivel de equilibrio no es fácil de determinar y es un tema complejo y controvertido, pero se dice que hay sobrevaluación cambiaria si el valor actual del tipo de cambio real se encuentra por arriba de su nivel de “equilibrio” y subvaluación si está por debajo de dicho nivel. Ver Williamson John, *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, USA, Peterson Institute For International Economics, 1994.

intereses de los distintos grupos económicos, especialmente en los que se concentra la distribución del ingreso.

3. Políticas monetaria y cambiaria en el contexto de la crisis actual: los costos de la estabilización

En un artículo anterior¹⁹ analizamos la evolución de las políticas monetaria y cambiaria durante el período de 1995-2005, en este trabajo se da continuidad a ese estudio haciendo énfasis sobre todo en las acciones emprendidas para hacer frente a la crisis actual. A raíz de la crisis cambiaria de 1994, asociada con los hechos políticos y delictivos, se agotaron las reservas del país; el 15 de febrero de 1994 alcanzaron su nivel máximo del año al situarse en 29, 228 millones de dólares, con el asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato a la Presidencia de México, realizado el 23 de marzo, las reservas se empiezan a reducir de manera drástica. Durante el período del 23 de marzo al 22 de abril observan una caída del 38 por ciento, al pasar de 28,321 a 17, 541 millones de dólares; del 20 al 21 de diciembre los activos internacionales se reducen de 10, 359 a 5,854 millones de dólares²⁰, motivo por el que la Comisión de Cambios²¹ se ve obligada a adoptar un régimen de tipo de cambio flexible. La depreciación del peso en 1994, tomando como referencia el tipo de cambio interbancario, fue de 71 por ciento.

Ante el agotamiento de las reservas internacionales el Banxico puso en práctica dos mecanismos de intervención en el mercado cambiario, el primero con el fin de incrementar sus reservas externas y el segundo para atenuar la volatilidad del tipo de cambio: 1. Compras de dólares a instituciones de crédito mediante el Mecanismo de Opciones (durante el período de agosto de 1996 al 29 de junio del 2001). 2. Venta de dólares a través del Mecanismo de Subasta (durante el período del 27 de octubre de 1997 al 2 de julio de 2001). En el cuadro 3 se observan los montos de compra y venta de dólares para cada uno de los años y se muestra que en términos netos el Banco de México fue un comprador neto de divisas, lo que contribuyó de manera favorable a la acumulación de reservas internacionales.

¹⁹ Ver León (2008).

²⁰ Banco de México, *Informe Anual*, 1994.

²¹ La Comisión de Cambios está compuesta por 4 miembros: el Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público y el Gobernador y un Subgobernador del Banco de México. Las decisiones se toman por mayoría simple y en caso de empate el Secretario de Hacienda tiene el voto decisivo.

Cuadro 3. Banco de México: Intervención en el mercado cambiario a través de la compra y venta de dólares, 1996-2001 (Millones de dólares)

Año	Compras de dólares a instituciones de crédito mediante el Mecanismo de Opciones	Venta de Dólares a través del Mecanismo de Subasta	Saldo Neto (Comprador Neto)
1996	909		909
1997	4,476	600	3,876
1998	1,428	895	533
1999	2,225	405	1,820
2000	1,844	200	1,644
2001 *	1,363	0	1,363

Fuente: Elaboración propia con base en datos del *informe Anual* del Banco de México, varios años.

“El régimen de flotación intervenida ha permitido liberar a la economía de fuertes presiones cambiarias y además ha contribuido favorablemente al proceso de acumulación de reservas internacionales; durante el período 1996-2001 la acumulación de activos internacionales netos a través de las opciones de compra de dólares representó el 27.5 por ciento. Como se muestra en la gráfica 3, el saldo correspondiente ha aumentado de 17, 509 millones de dólares a finales de 1996 a alrededor de 40 mil millones de dólares al cierre de 2001” (León, 2008: 134), para continuar su tendencia ascendente y ubicarse en 85, 273.7 millones en 2008.

Por otra parte, si las autoridades monetarias compran dólares a cambio de pesos, esto se traduce en una expansión del crédito en el sistema económico. Sin embargo, para mantener el carácter contractivo de la política monetaria el gobierno recurre a operaciones de esterilización bancaria que consisten en reducir el crédito interno neto, dicha reducción se realiza a través de operaciones de mercado abierto, es decir, la venta de valores gubernamentales por parte del banco central a cambio de pesos.

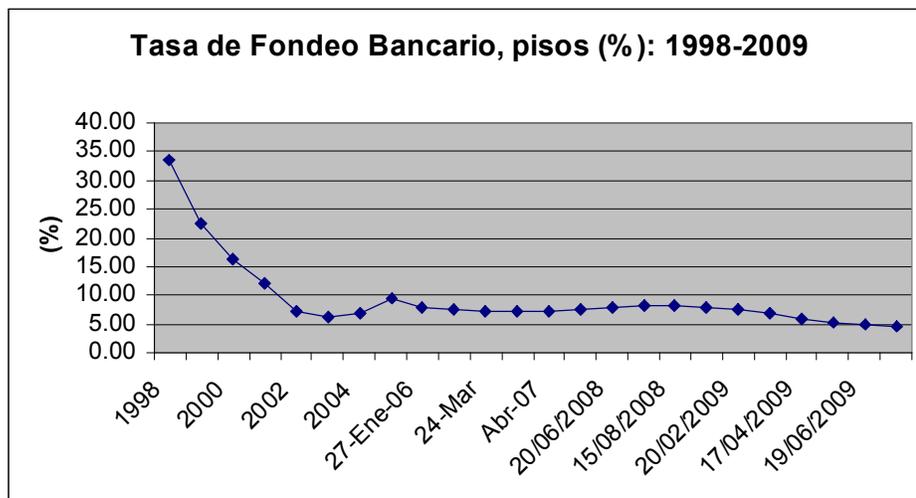
Gráfica 3. Saldo de la Reserva Internacional del Banco de México
(Miles de millones de dólares)



Los datos de 1995 a 2008 corresponden al nivel de fin de año.
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

En la gráfica 4 se observa que la tasa de fondeo bancario (tasa de interés objetivo) durante el período de 1998-2009, ha mostrado una tendencia descendente al pasar de un nivel de 33.37 por ciento en 1998 a 4.5 por ciento a finales de 2009.

Gráfica 4. Tasa de fondeo bancario



Los datos de 1998 a 2005 corresponden al promedio ponderado anual.
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Lo anterior se explica por el efecto Fisher, que señala que el tipo de interés nominal es la suma del tipo de interés real y la tasa de inflación: $i = r + \pi$, la reducción en la tasa de inflación, que se observa en la gráfica 2, se refleja en el comportamiento observado por la tasa de fondeo bancario. Con anterioridad hemos señalado que la tasa de interés monetaria representa el costo del dinero para los agentes económicos que desean realizar una decisión de inversión, ya sea en bienes de consumo duradero o bienes de capital, lo que se traduciría en un incentivo a la inversión productiva. Sin embargo, en la economía mexicana encontramos un serio problema en lo que se refiere al canal de transmisión de la política monetaria asociado al crédito.

El canal de crédito bancario se basa en la opinión de que los bancos comerciales desempeñan un papel especial en el sistema financiero, ya que son adecuados especialmente para hacer frente a ciertas categorías de prestatarios, en particular las pequeñas empresas, donde los problemas de información asimétrica pueden ser más pronunciados. Después de todo, las grandes empresas pueden acceder directamente a los mercados de crédito a través de los mercados de acciones y bonos, sin pasar por los bancos²². Pero en México el problema va más allá de la asimetría de información, dado que a raíz de la crisis económica de 1994-1995 se observa una fuerte contracción crediticia que ha afectado sobre todo el financiamiento de la inversión productiva. Adicionalmente, el sistema bancario constituye un oligopolio controlado por unos pocos bancos, en su mayoría extranjeros. Por lo anterior, la reducción en la tasa de interés no se refleja en el costo del crédito y esto es así debido a que el margen de intermediación financiera (la diferencia entre la tasa pagada a los depositantes y la tasa cobrada por el crédito otorgado) es muy alto, lo que se traduce en una elevada tasa de interés real.

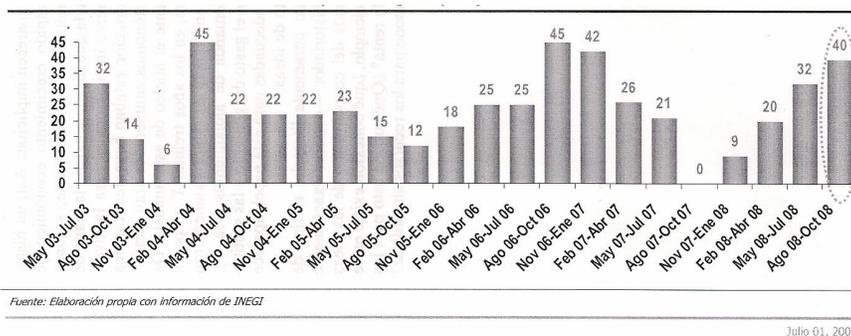
El tercer mecanismo que ha instrumentado la Comisión de Cambios para intervenir en el mercado cambiario es el de Subasta Diaria de Dólares, el cual se empezó a implementar durante el período de mayo de 2003 hasta octubre de 2008 y posteriormente se vuelve a aplicar de enero a octubre de 2009. En el año de 2003 el Banxico justificó su intervención en el mercado de divisas con el fin contribuir a reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales, dado que su acumulación genera un costo para el país. En efecto, el mecanismo de subastas diarias ha contribuido a reducir el ritmo de acumulación de activos internacionales, además de aminorar las presiones alcistas en el tipo de cambio. A partir del trimestre de mayo a julio de 2004 se

²² Mishkin (1995), pp. 7-9.

decide que el 50 por ciento del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas en este mismo período, se subasta la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes. En la gráfica 5 se muestran los montos de dólares subastados diariamente durante los diferentes períodos; es de subrayar que durante el trimestre de agosto a octubre de 2007 no se realizaron subastas diarias de venta de dólares y que los montos máximos se ubicaron en 45 millones de dólares diarios, subastados durante los trimestres de febrero a abril de 2004 y de agosto a octubre de 2006.

Gráfica 5 Subasta diaria de dólares (millones de dólares).

Período: 3 de mayo de 2003 al 8 de octubre de 2008



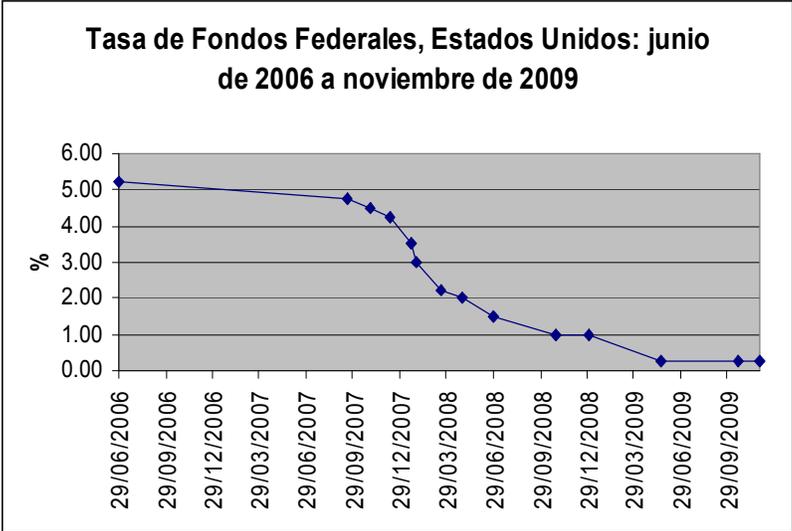
Fuente: Cámara de Diputados. Centro de Estudios de las Finanzas Públicas, CEFP/040/2009.

Por otra parte, la crisis se empieza a manifestar a mediados de 2007 en el mercado hipotecario de Estados Unidos (EU), asociado al deterioro en los sectores manufacturero, laboral y automotriz. Dado el proceso de globalización económica en el que las conexiones entre los países desarrollados y las economías emergentes son mucho más complejas de lo que eran antes, la crisis financiera con epicentro en EU pronto alcanzó dimensiones de una crisis global que amplifica sus efectos de contagio hasta convertirse en una recesión económica mundial, quizás la más fuerte desde la Gran Depresión de 1929-1933.

Ante la gravedad de la situación el gobierno de Estados Unidos aplica políticas keynesianas de carácter anticíclico, tanto en el terreno de la política fiscal como monetaria, medidas que también han sido seguidas por otros países, especialmente de Europa, Asia y en menor medida en América Latina. En materia de política monetaria, como se muestra en la gráfica 6, a partir del 18 de septiembre de 2007 el Fondo de la Reserva Federal ha reducido de manera paulatina su tasa de fondeo bancario, para

llevarla de niveles del 5.25 por ciento que tenía hasta el 17 de septiembre de 2007, a un rango que va de cero a un cuarto de punto (0-0.25), nivel que prevalece en la actualidad a partir del 22 de mayo del 2009 y que representa el nivel históricamente más bajo que ha tenido la tasa de los fondos federales.

Gráfica 6 Tasa de Fondos Federales, Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal, EU.

En lo que se refiere a la economía mexicana, durante las últimas tres décadas México ha enfrentado tres crisis económicas (1982, 1995 y 2008) y ha sido incapaz de mantener un crecimiento económico sostenido. A partir de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN), la planta productiva mexicana profundizó su sintonía con el ciclo económico de Estados Unidos, pero desde el último cuatrimestre de 2008 y hasta finales de 2009, la caída de las manufacturas mexicanas y de las exportaciones es muy superior a la de EU, país en el que se concentra el intercambio comercial a pesar de que hay acuerdos comerciales con otros países. Adicionalmente, México mantiene un déficit en todas las regiones, con excepción de EU, Guatemala y República Dominicana. “El déficit comercial manufacturero creció de 2000 a la fecha por las mayores importaciones de intermedios. Casos graves han sido las gasolinas, la petroquímica y química en general, la de productos plásticos y de caucho, la de maquinaria y equipo y la siderúrgica y la textil. Las importaciones de bienes de consumo crecieron mucho de 1995 a 2008, gracias a la apertura, un peso

sobrevaluado y el abundante crédito al consumo frente al raquítico crédito a la inversión y producción”²³. La problemática que enfrentamos se acentúa debido a la debilidad del mercado interno y a que las políticas implementadas por el gobierno mexicano, contrario a lo que se ha hecho en la mayoría de países, son de carácter procíclico, lo que sin lugar a dudas va a acentuar el impacto negativo de la recesión económica. De acuerdo con datos del INEGI, se estima que el producto interno bruto (PIB) observará una caída de alrededor del 7 por ciento, contracción superior a la de las crisis de 1982 y 1995, y que es de las mayores a nivel mundial.

En materia de política monetaria, como se observa en el primer cuadro de la gráfica 7, la estrategia del Banco de México para hacer frente a la crisis financiera fue aumentar la tasa de fondeo bancario. De octubre de 2007 al 19 de junio de 2008 la tasa de interés se mantuvo en un nivel del 7.5 por ciento; el 20 de junio las autoridades deciden aumentar dicha tasa a 7.75 por ciento; para el 18 de julio sube a 8 por ciento y a partir del 15 de agosto de 2008 se incrementa a 8.25 por ciento, nivel que se mantiene durante todo ese año. De acuerdo con la teoría del arbitraje internacional de las tasas de interés, la política monetaria contractiva implementada en nuestro país, asociada a la expansión crediticia impulsada por el Fondo de la Reserva Federal, amplifica la brecha entre la tasa de interés objetivo en México y la tasa de los fondos federales, lo que se traduce en una apreciación del tipo de cambio. En efecto, como se muestra en el segundo cuadro de la gráfica 7, el tipo de cambio promedio mensual se aprecia durante el período de enero a agosto de 2008; de un nivel de \$10.91 pesos por dólar que tenía en enero, pasa a \$10.10 en agosto de 2008. Sin embargo, a partir de septiembre de 2008 y sobre todo en el mes de octubre, el tipo de cambio se ve fuertemente presionado ante el recrudecimiento de la crisis financiera internacional, reflejado en hechos como los siguientes²⁴:

- a) En julio de 2008 el Fondo de la Reserva Federal compra, a un costo de 200,000 millones de dólares, a las dos principales entidades hipotecarias norteamericanas, la Asociación Federal de Hipotecas Nacionales, FANNIE MAE, y la Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda, FREDDY MAC.

²³ De María y Campos, M. “La competitividad exportadora de México, en declive”, *El Financiero*, 17 de noviembre, 2009.

²⁴ Ver Hernández Celis, Domingo, “Crisis financiera”, en: <http://www.slideshare.net>

- b) Para el 15 de septiembre se presenta la situación más caótica de la crisis, Lehman Brothers, el cuarto banco más importante de inversiones norteamericano y que gestiona 46,000 millones de dólares en hipotecas se declara en quiebra. Al mismo tiempo el Bank of America es obligado a comprar Merrill Lynch por 31,000 millones de dólares. La Fed hace un préstamo de 185 mil millones para evitar la quiebra de la aseguradora más grande del mundo, la AIG (American International Group).

Gráfica 7 Tasa de fondeo bancario, tipo de cambio y reservas internacionales



Fuente: Banco de México.

Ante la crisis del mercado cambiario el Banco de México aplicó distintos mecanismos de intervención:

1. A partir del 9 de octubre empezó a ofrecer diariamente 400 millones de dólares mediante una subasta a un tipo de cambio mínimo de 2% superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior²⁵. De tal manera que el monto de dólares vendido en el mercado de divisas durante el período de octubre a diciembre de 2008 ascendió a 4,178 millones de dólares. Este mecanismo de intervención se implementó así hasta el 8 de marzo de 2009 y el 9 de marzo se modifica a 300 millones de dólares; posteriormente, a partir del 9 de junio, se reduce a 250 millones de dólares, monto que se mantiene en la actualidad.
2. Adicionalmente, del 9 de marzo al 8 de junio de 2009 se realizó una venta diaria de 100 millones de dólares a través del mecanismo de Subasta Diaria de Dólares; del 9 de junio al 30 de septiembre la venta se reduce a 50 millones y se suspende a partir del 1 de octubre.
3. En octubre de 2008 se realizaron subastas extraordinarias de dólares por un monto que ascendió a 11,000 millones de dólares. Para el año 2009 se mantiene la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas en caso de extrema volatilidad en el mercado cambiario.

En el cuadro 4 se observa el total de subastas de dólares realizadas del 9 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009, la cual asciende a 30,913 millones de dólares, monto que representa el 36.25 por ciento de los activos internacionales que había el 26 de diciembre de 2008, que como se muestra en la gráfica 3, eran de 85,273.7 millones de dólares. En la gráfica 3 y en el tercer cuadro de la gráfica 7, se puede ver el deterioro que sufren los activos internacionales ante las presiones sobre nuestra moneda, de enero a agosto de 2009 observan una tendencia descendente; el 7 de agosto alcanzan su nivel mínimo al ubicarse en 72,598.4 millones de dólares y a partir del 14 de agosto comienzan a aumentar, de tal modo que para el 20 de noviembre de 2009 su nivel se ubica en 80,834 millones de dólares²⁶.

²⁵ Similar al instrumentado entre el 19 de febrero de 1997 y el 2 de julio de 2001. En este caso las autoridades monetarias intervienen vendiendo dólares si se presenta una depreciación del peso mayor al 2 por ciento el día hábil inmediato anterior.

²⁶ La recuperación de las reservas internacionales se puede explicar por la cancelación de las subastas diarias de dólares en el mercado cambiario, la llegada moderada de inversión extranjera, así como la recuperación de los precios internacionales del petróleo.

Cuadro 4. Subastas de dólares
Del 9 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009.

Montos en millones de dólares	
Sin precio mínimo	10,250
Con precio mínimo	7,828
Ventas extraordinarias	11,000
Intervención directa	1,835
Total	30,913

Fuente: Banco de México.

En el tercer cuadro de la gráfica 7 se observa que los periodos de mayor volatilidad cambiaria se registraron entre octubre de 2008 y marzo de 2009. A pesar de la fuerte intervención en el mercado de divisas el tipo de cambio llegó a rebasar la banda de los \$15.00 por dólar; por ejemplo, de septiembre de 2008 al 7 de octubre del 2009 el peso se deprecia en 26 por ciento, al pasar de \$10.64 a \$13.46. Es importante señalar que desde abril de 2009 a la actualidad el tipo de cambio se ha estabilizado, pero ahora se ubica en un rango superior, entre los \$13.00 y \$14.00 pesos por dólar, cuando con anterioridad a la crisis de octubre de 2008 se ubicaba en niveles de \$10.00 y \$11.00 pesos por dólar.

A medida que se empezó a contraer la actividad económica en México, las presiones inflacionarias empezaron a disminuir, lo que permitió relajar la política monetaria. En efecto, en la gráfica 4 y el primer cuadro de la gráfica 7, se observa que a partir de enero de 2009 la tasa de interés objetivo se empieza a reducir de manera gradual, de tal modo que de un nivel de 8.25 por ciento a principios de año, pasa a 4.5 por ciento, que es el nivel actual.

Finalmente, hemos visto que las primeras señales de contagio de la crisis financiera internacional se reflejan en ajustes tanto de la tasa de interés como del tipo de cambio y que para hacer frente a las fuertes presiones sobre el peso, el gobierno recurre a la pérdida neta de reservas internacionales. Sin embargo, esta no ha sido la única estrategia para hacer frente a la crisis económica, también se ha recurrido al endeudamiento externo con organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Por ejemplo, en octubre de

2008 se establece una línea de crédito *swap* con el Banco de la Reserva Federal de los EU por 30 mil millones de dólares. Dicha línea es un intercambio de dólares por pesos entre Banxico y la Fed. La activación de este mecanismo se hizo con el fin de proveer de liquidez a aquellas firmas que requieran obtener recursos en moneda extranjera para hacer frente a deudas de corto plazo.

Por otro lado, el 17 de abril de 2009 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México informaron que el Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobó una Línea de Crédito Flexible (LCF). “La Comisión de Cambios dio a conocer el 1° de abril de 2009 que solicitó al FMI una línea de financiamiento contingente con vigencia de un año por aproximadamente 47 mil millones de dólares”²⁷. La LCF es útil para la prevención de crisis, ya que brinda flexibilidad para utilizar la línea de crédito en cualquier momento. Las autoridades de México manifestaron su intención de que este acuerdo sea de carácter precautorio y no prevén utilizar los fondos.

3.1 Conclusiones

La política monetaria en México juega el papel central de la política económica, al analizar el mecanismo de transmisión de dicha política es claro que las autoridades monetarias utilizan tanto a la tasa de fondeo bancario como al tipo de cambio para lograr el objetivo central de controlar la inflación.

Ante la crisis financiera internacional que se empieza a reflejar sobre todo a partir de octubre de 2008, el gobierno aplica una agresiva política de intervención en el mercado cambiario al costo de recurrir en la pérdida neta de activos internacionales. Adicionalmente decide recurrir al endeudamiento externo para hacer frente a las fuertes presiones que se derivan de la depreciación cambiaria en el corto plazo y como medida precautoria para el mediano plazo, solicita una Línea de Crédito Flexible con el FMI. Tanto la pérdida de reservas internacionales como el endeudamiento externo contribuyen de manera favorable al logro de la estabilidad macroeconómica en el corto plazo.

Sin embargo, los costos que generan para el sistema económico en su conjunto son enormes y se reflejan en factores como los siguientes: pérdida de reservas internacionales; incremento en el monto de la deuda externa; impacta de manera negativa el desempeño del crecimiento económico y la generación de empleo; aumenta

²⁷ Ver el Anuncio de la Comisión de Cambios del 17 de abril de 2009, Banco de México: <http://www.banxico.org.mx>

la dependencia de México hacia el sector externo. Desafortunadamente el Gobierno de Felipe Calderón carece de una estrategia de desarrollo de largo plazo, preocupados por la estabilidad macroeconómica se muestran miopes ante la pérdida de dinamismo del crecimiento económico e insisten en seguir aplicando políticas de carácter procíclico que sólo van a empeorar los problemas en el sector real de la economía.

El modelo económico implementado en nuestro país, inspirado en las políticas del FMI y el Banco Mundial se ha ido deteriorando cada vez más, motivo por el que es urgente hacer cambios. La fortaleza del peso frente a otras monedas internacionales debe basarse en factores como el crecimiento económico y la generación de empleo, motivo por el que se debe de reactivar tanto la demanda interna como externa. Por lo anterior, resulta fundamental una política que incida en factores como la recuperación del poder adquisitivo de los salarios reales y la inversión en educación (capital humano).

Bibliografía

Ayala Gaytán Edgardo. A., *et al. Finanzas para todos desde El Financiero*, El Financiero-Banamex, México, 2008.

Eichengreen, B. (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution, Washington, D.C.

Frankel, J.A. (1999), "No Single Currency Regime is Right For All Countries or At All Times", *Essays in International Finance*, núm. 215. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, N.J., August.

Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, March, 1968.

Fernández Díaz, A., J.A. Parejo Gámir y L. Rodríguez Sáiz, *Política económica*. Cuarta edición, McGrawHill, España, 2006.

Ibarra Puig Vidal I., "Política económica en la globalización. El manejo del tipo de cambio en México, 1976-2006", *Análisis Económico*, Núm. 54, vol. XXIII. Tercer cuatrimestre de 2008, pp. 103-129, México.

León León, J. “*La mano invisible del mercado y la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: México, 1995-2005*”, *Análisis Económico*, Núm. 53, vol. XXIII. Segundo cuatrimestre de 2008, pp. 111-142, México.

Mishkin Frederic S. “*Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, Number 4, Fall 1995, pp. 3-10.

Mansell Carstens, C. (1992), *Las nuevas finanzas en México*, México: IMEF-ITAM-Milenio.

Martínez Trigueros, L. “*La política cambiaria y monetaria en México: lecciones de una década de flotación cambiaria*”, *ICE*, No. 821, Marzo-Abril 2005, pp.11-29, México.

www.revistasICE.com.

Obstfeld, M. y K. Rogoff, “*The Mirage of Fixed Exchange Rates*”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, Number. 4, Fall, 1995, pp. 73-96.

Rodríguez Vargas, J.J. (2005) La nueva fase de desarrollo económico y social del capitalismo mundial Tesis doctoral, Doctorado en Economía, UNAM. En <http://www.eumed.net/tesis/jjrv/>

Wray, L. Randall, “*Entendiendo la política económica en un régimen cambiario de libre flotación*”, pp. 207-243, en Políticas macroeconómicas para países en desarrollo.

Mántey de Anguiano, G. y Levy Orlik N. (coordinadoras), UNAM-Porrúa, México, 2007.