

Régimen de flotación del peso en respuesta a choques de carácter externo e interno; política monetaria como ancla nominal de la economía; intervención del Banco Central en el mercado de cambios; volatilidad del tipo de cambio... un compendio para entender los procesos del mercado de cambios en México.

FUNDAMENTOS DE POLÍTICA cambiaria

Por Everardo Elizondo Almaguer y
Ernesto Sepúlveda Villarreal.

El esquema de libre flotación del valor externo del peso (donde la paridad cambiaria se mueve libremente en el mercado de divisas), adoptado a finales de 1994, ha permitido que el tipo de cambio del peso refleje adecuadamente la existencia de “perturbaciones” de ambos signos.

El nivel del tipo de cambio, de enero de 1993 a abril de 2004, permite las siguientes observaciones:

- Es fácil apreciar la diferencia entre la trayectoria casi horizontal de la paridad peso-dólar durante 1993 y 1994 (cuando el tipo de cambio era un “precio oficial”, fijo o semifijo) y el curso de altibajos del resto del periodo (cuando la paridad ha sido flotante).
- Como era de esperarse, el valor externo del peso cayó abruptamente a lo largo de 1995, en medio de la incertidumbre asociada a la crisis de pagos.
- De principios de 1996 al otoño de 1998 se observó una tendencia depreciatoria del peso, influida sin duda por factores externos de mucha gravedad, como la

crisis asiática (1997) y la rusa (1998), que generaron una salida de capitales de las economías emergentes en general.

- En contraste, de finales de 1998 a principios de 2002 se detectó una dirección revaluatoria del tipo de cambio. A este respecto, cabe mencionar que elementos tales como el fortalecimiento de las cuentas externas de México y la consolidación de la estabilidad económica contribuyeron a mejorar las expectativas económicas de mediano plazo, y a propiciar entonces un aumento significativo de los flujos de recursos externos hacia el país.

Finalmente, a partir del segundo trimestre de 2002 y hasta el momento se ha observado de nuevo una tendencia a la depreciación de la paridad. Ello ha obedecido quizá a la influencia combinada de factores de diversa índole, entre los que destacan los siguientes, en orden temporal: la desaceleración inicial de la economía estadounidense (mayor a la prevista); los riesgos geopolíticos derivados del conflicto Estados Unidos-Irak; el

deterioro de las perspectivas de mediano plazo de México, vinculado a la pérdida de competitividad atribuible al rezago del proceso de modernización económica (reformas estructurales), y, desde luego, la incertidumbre reciente sobre el tiempo y la intensidad del ciclo de alza de las tasas de interés internacionales. Parece claro que de 1995 al presente la paridad se ha movido mayormente en respuesta a las alteraciones, negativas y positivas, percibidas por los oferentes y demandantes de divisas. En otras palabras, el tipo de cambio ha sido un precio de mercado.

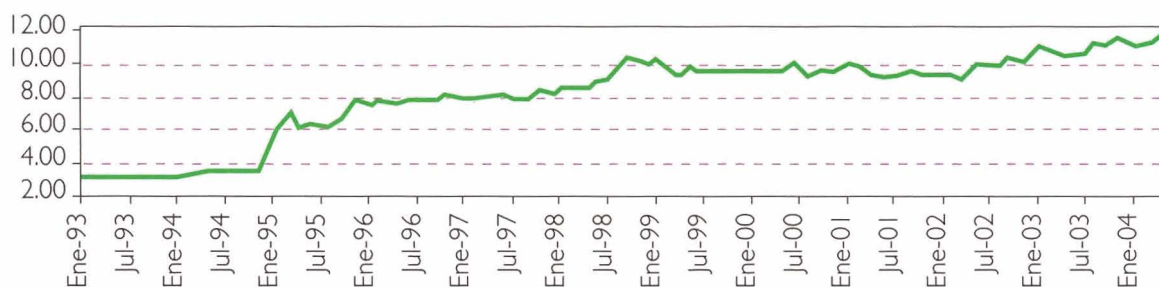
Política cambiaria

Un régimen de tipo de cambio fijo implica la subordinación de la política monetaria. Si se pretende mantener inalterada la paridad, es preciso limitar el crecimiento de la oferta monetaria sólo a lo que el público demanda. En tal sentido, si el crecimiento monetario resulta demasiado rápido, los agentes económicos se deshacen del “exceso”, adquiriendo



Tipo de Cambio del Peso Mexicano: 1993-2004

(pesos por dólar al final de cada mes)



divisas extranjeras, que la autoridad tiene que proveer (de las reservas oficiales) para evitar una variación del "precio oficial" (una devaluación). Esto es, al parecer, lo que tenía en mente un distinguido Director General del Banco de México cuando señalaba que "del Banco salen primero pesos... y luego dólares". Si el proceso continúa, las reservas llegan eventualmente a un punto crítico, donde se desata una "corrida" irrefrenable contra la divisa, que culmina con el colapso de su precio.

La instauración del esquema de flotación, a partir de 1995, permitió al Banco de México utilizar libremente la política monetaria con el objetivo primordial de estabilizar los precios. Y así ha sido en la práctica: el Banco de México ha concebido y operado su política monetaria

con la intención de reducir sistemáticamente la inflación.

Es oportuno apuntar que bajo el esquema anterior el tipo de cambio cumplía con la función de "anclar" (acotar) las expectativas del público con respecto a la inflación. Al desaparecer la paridad fija, la política monetaria ha servido, paulatinamente, conforme ha ganado credibilidad, como "amarre" de los pronósticos inflacionarios.

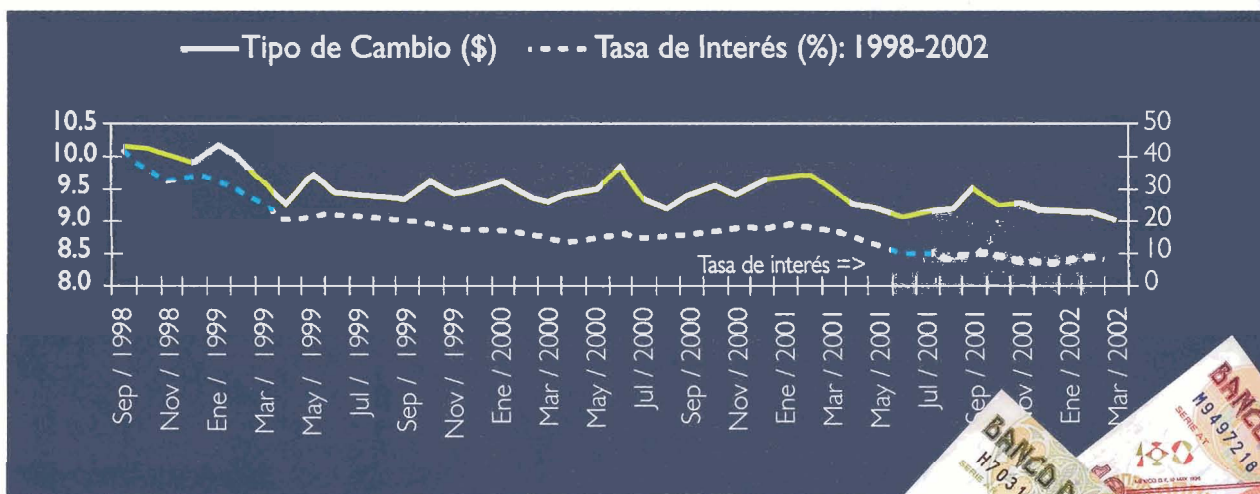
La política monetaria actual no intenta determinar el nivel ni la trayectoria del tipo de cambio. Sin embargo, es obvio que ejerce una influencia sobre la paridad, dado que afecta las tasas de interés internas. Por ejemplo, cuando se anticipan presiones inflacionarias incongruentes con la meta de inflación, el Banco de México endurece su postura monetaria,

a través de un incremento del "corto". Ello induce un alza de las tasas de interés de corto plazo que, a su vez, puede ocasionar una apreciación del tipo de cambio, dado que el aumento del rendimiento de los valores denominados en moneda nacional propicia su adquisición. A este respecto, conviene recordar que las variaciones del "corto" tienen únicamente efectos transitorios sobre las tasas de interés, las cuales se determinan por las fuerzas del mercado.

Desde luego, la realidad es bastante más compleja. Por ejemplo, durante el lapso reciente caracterizado por la revaluación del peso (finales de 1998, principios de 2002) las tasas de interés mantuvieron una clara y significativa dirección descendente, a la inversa de lo "predecible" por la teoría.

La explicación de esta evolución es, simplemente, que tanto el tipo de cambio como las tasas de interés son "precios de mercado", y que ambas variables reaccionan a la baja (o al alza) frente a noticias positivas (o negativas).

Desaparecer la paridad fija permitió al Banco de México utilizar la política monetaria para estabilizar los precios y controlar así la inflación.



Sin intervención oficial

Una vez adoptado el régimen de libre flotación, el Banco de México realizó diversas intervenciones directas en el mercado cambiario. En aquella época, el entorno se caracterizaba por la tendencia depreciatoria y la elevada volatilidad del tipo de cambio. Los agentes económicos abrigan entonces serias dudas sobre la viabilidad del nuevo esquema. La participación oficial desapareció gradualmente, conforme la situación se estabilizó. El Banco de México participó discrecionalmente en el mercado de cambios, por última vez y con una cantidad pequeña, en septiembre de 1988.

Más tarde, se establecieron dos mecanismos de intervención (uno de venta y otro de compra de divisas) que operaron automáticamente durante cierto tiempo, cuyo resultado neto fue un incremento muy significativo del nivel de reservas internacionales.

En marzo de 2003, la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México, decidió poner en práctica un sistema cuyo propósito era reducir la velocidad de acumulación de reservas internacionales, que habían alcanzado niveles históricamente elevados. El esquema entró en operación en mayo de ese mismo año y se encuentra vigente en la actualidad. Cabe señalar que, al igual

que en ocasiones anteriores, el mecanismo es transparente y automático, de manera que los participantes en los mercados pueden anticipar oportunamente el monto de las transacciones que, por cierto, son relativamente pequeñas en comparación con los volúmenes operados diariamente en el mercado cambiario.



Al cumplirse un año de existencia del mecanismo referido, la Comisión de Cambios anunció algunas adecuaciones al mismo, con el propósito de "suavizar" el flujo de ventas a través del tiempo. Este sistema no indujo una apreciación persistente en el tipo de cambio, como algunos críticos anticipaban.

Futuro del tipo de cambio

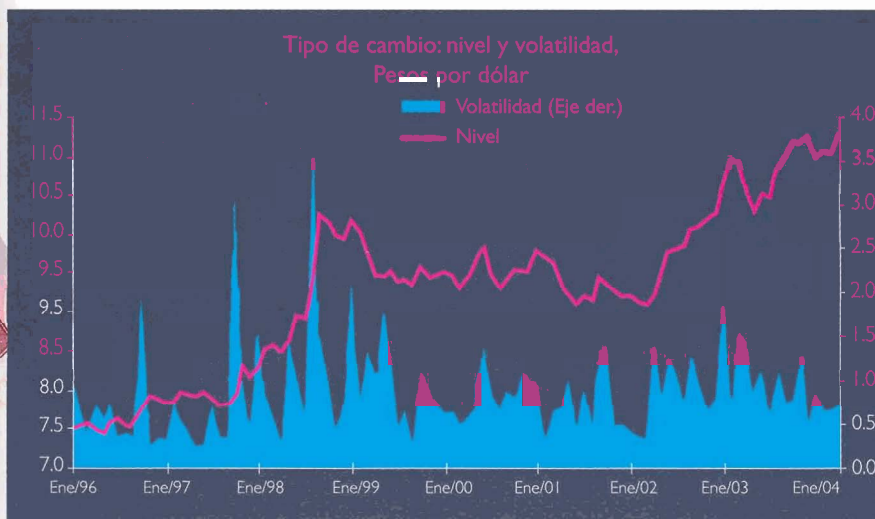
En el corto plazo, la evolución del tipo de cambio en un mercado más o menos libre es esencialmente impredecible, porque depende del "instinto" de los cambistas y de sus reacciones frente a la corriente incesante y, en "tiempo real", de datos, noticias y rumores, algunos incluso significativos. A este respecto, es pertinente recordar que, en lo que toca al precio de los activos, "sólo las sorpresas son rele-

vantes". Así pues, la variabilidad es la condición normal de los mercados. Sin embargo, muchos estudiosos de la cuestión cambiaria opinan que cierta estabilidad de la paridad es favorable para las transacciones internacionales, tanto comerciales como financieras, porque reduce la incertidumbre. Sobre esta cuestión, es oportuno reiterar que la política macroeconómica puede propiciar la estabilidad cambiaria adoptando una postura fiscal y monetaria disciplinada. La razón de ello es que, en tal caso, los participantes en el mercado saben que las finanzas públicas no tenderán a generar desequilibrios presupuestales que puedan sobrecargar la capacidad de financiamiento no inflacionario. Cuando se estableció el actual régimen de flotación del peso, uno de los temores más comunes expresado por algunos ob-

servadores fue que daría lugar a una volatilidad excesiva de su cotización. No mucho tiempo después, paradójicamente, la preocupación parecía consistir en que el peso mostraba una extraordinaria estabilidad en el mercado cambiario.

En fechas recientes, frente a la depreciación significativa de la moneda nacional, ha resurgido la inquietud tanto sobre la dirección de la cotización ("irrefrenable caída del peso") como de sus oscilaciones ("intolerables fluctuaciones de la paridad"). Como ya sabemos, a fin de cuentas ninguna de esas dos alarmas resultó fundada.

De hecho, la variabilidad reciente del peso no ha sido particularmente notable en una comparación histórica, ni tampoco frente a lo ocurrido a otras divisas.



Comentarios finales

El régimen cambiario actual de México permite que el valor externo del peso se ajuste al alza y a la baja, de acuerdo con las condiciones del mercado. En contraste con el esquema anterior, el sistema vigente se caracteriza por la flexibilidad, lo que permite que el tipo de cambio (junto con las tasas de interés) funcione como un amortiguador. Ello facilita el acomodo de la economía frente a las perturbaciones que comúnmente la afectan, ya sean de origen interno o externo. Los temores de que la flotación estuviera acompañada de una volatilidad excesiva resultaron sin base. Las fluctuaciones del peso en el mercado cambiario no han inhibido, al parecer, el crecimiento del flujo de transacciones comerciales y fi-

nancieras entre fronteras. Tampoco han impedido una deflación gradual. Finalmente, el intento de adivinar el valor futuro del peso constituye un ejercicio añejo y habitual pero necesariamente frustráneo. Los precios de los activos son impronosticables porque su nivel y tendencias actuales reflejan toda la información disponible y, por tanto, cualquier movimiento adicional depende sólo de lo fortuito. En todo caso, la experiencia y la teoría avalan la idea de que las políticas fiscales y monetarias que contribuyen a la estabilidad general de los precios propician, asimismo, la estabilidad cambiaria. ➔

Uno de los aciertos del Banco Central ha sido optar por una banda de libre flotación de nuestra moneda con relación al dólar.