

**Josefina León León\***  
**Juan Ramiro De la Rosa Mendoza**

## **Introducción**

En el período de julio a octubre del presente año hemos visto cómo a nivel mundial se presenta una alta volatilidad en los mercados financieros, la cual refleja la incertidumbre económica mundial asociada con los problemas de déficit y deuda pública de Estados Unidos y los países europeos, especialmente la crisis en Grecia y la situación de riesgo que enfrentan economías como España, Portugal, Irlanda e Italia. A esta situación se suma la desaceleración en el crecimiento económico mundial y las presiones en los mercados laborales ante el ascenso del desempleo. La volatilidad se ha visto reflejada en el comportamiento observado en los mercados de acciones, cambiario y de metales. Como ejemplo se puede señalar que durante el trimestre de julio a septiembre el desplome en los mercados de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), el Índice Industrial Dow Jones (el índice bursátil más conocido de Estados Unidos), Bovespa (Bolsa de Valores de Sao Paulo) y el Dax (índice bursátil de referencia de la Bolsa de Fráncfort en Alemania) fueron respectivamente de -7.86, -10.15, -14.45 y -23.54 por ciento, respectivamente. Por su parte, en lo que tiene que ver con las monedas el peso mexicano se depreció en -16.09 por ciento, el real brasileño en -18.24 y el euro en -6.33 por ciento<sup>1</sup>.

Lo anterior se explica por el flujo internacional de capitales especulativos que al desplazarse de un país a otro generan variaciones en los precios de los activos financieros. En lo que se refiere a la cantidad de pesos por cada dólar, el nivel del tipo de cambio constituye una variable de ajuste de la economía mexicana frente a los choques externos, de tal forma que la depreciación cambiaria que se ha experimentado en los últimos meses es un síntoma de que disminuyen las inversiones en pesos y aumenta la demanda de dólares para la compra de activos externos, como los Bonos del Tesoro estadounidense o la inversión en metales preciosos, que ante la incertidumbre económica y el elevado riesgo se convierten en un refugio más seguro para los inversionistas.

---

\* Profesores del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, e-mail: [llmj@correo.azc.uam.mx](mailto:llmj@correo.azc.uam.mx), [delarosa@correo.azc.uam.mx](mailto:delarosa@correo.azc.uam.mx)

<sup>1</sup> Cifras de la Bolsa Mexicana de Valores y de Banco de México.

El objetivo de este artículo es analizar la volatilidad que se ha observado en el mercado financiero mexicano durante el trimestre de julio a septiembre de 2011; nos enfocamos en los mercados de acciones y cambiario, por lo cual analizaremos el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores y las variaciones del tipo de cambio nominal. Con base en lo anterior haremos algunas reflexiones en relación a los impactos que pueden generar las variaciones del tipo de cambio en la economía mexicana, ya que esta variable se ha convertido en un instrumento de política económica que contribuye al logro de la estabilidad de precios, objetivo central de la política monetaria del Banco de México (Banxico).

El trabajo está integrado por dos apartados, en el primero de ellos se realizan algunas reflexiones teóricas relacionadas con los lineamientos de la política económica actual, la cual se inserta en el contexto de la globalización económica asociada a factores como la apertura comercial y la apertura de la cuenta de capitales, realizados sobre todo durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari (1988-1994). En el segundo apartado se analiza el comportamiento y la relación que se establece en variables como el IPC, el tipo de cambio y las reservas internacionales durante el período de estudio. Finalmente, se presentan las conclusiones.

## **1. Régimen de tipo de cambio flexible y el diferencial de tasas de interés: ingredientes necesarios de la estabilidad de precios**

México tiene un régimen de tipo de cambio flexible a partir de la crisis de Balanza de Pagos de diciembre de 1994, se trata de un régimen de flotación sucia en el cual el Banxico ha intervenido a través de diferentes mecanismos, esto con el fin de evitar un proceso de fuerte inestabilidad cambiaria y contribuir en la acumulación de reservas internacionales. Lo anterior fortalece a la economía antes choques aleatorios exógenos, ya que contar con reservas internacionales protege al país de ataques especulativos contra la moneda, que si bien no es un remedio infalible, si permite a las autoridades contar con un fondo que permite estabilizar las variaciones cambiarias, evitando fuertes depreciaciones en la moneda nacional. Este tipo de estrategia ha contribuido en el control de la inflación, ya que de acuerdo con la teoría de la Paridad del Poder de Compra, 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. Al depreciarse la moneda, cambian los precios relativos con el exterior y se encarecen los diversos bienes importados.

En lo que se refiere a la política monetaria, ésta cobra un papel fundamental en la política económica precisamente a partir de que se adopta el régimen de flotación intervenida; el objetivo central del Banxico es lograr la estabilidad de los precios o preservar el valor de la moneda, lo que se va a convertir en la base fundamental de la estabilidad macroeconómica. En la actualidad se sigue un esquema de objetivos de inflación, el cual 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.<sup>2</sup> En México, la independencia del Banxico se logra en 1993 y como señalamos, a finales de 1994 se establece un tipo de cambio flexible; la transición hacia un esquema de metas de inflación se acelera a finales de la década de los noventa y para 2001 se establece la meta de inflación del 3 por ciento, en 2002 se señala que esta meta se va a mantener en años subsecuentes. Adicionalmente, se considera un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo del 3 por ciento ( $3 \pm 1\%$ ) y a partir del 21 de enero de 2008 se adopta como objetivo operacional a la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”) en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca comercial mantiene en el Banxico, objetivo conocido como “el corto”<sup>3</sup>.

A partir de la crisis de 1995 la Comisión de Cambios (integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México) y las autoridades monetarias van a actuar de manera coordinada para lograr el objetivo de estabilidad de precios, lo que implica que la política cambiaria esté subordinada a la política monetaria. Lo anterior ha resultado muy eficaz para lograr el control de la inflación, muestra de ello es que por ejemplo en la crisis de 1995 el Índice Nacional de Precios al Consumidor (ÍNPC) ascendió a 52 por ciento, de un nivel de 7 por ciento que tenía en 1994; mientras que en la crisis de 2009 la tasa de inflación fue de 3.57 por ciento, menor a su nivel de 2008, que fue de 6.53 por ciento.

Para lograr estos resultados el gobierno mexicano ha implementado medidas relacionadas no sólo con las políticas monetaria y cambiaria, sino también fiscal y salarial, lo cual explicamos a continuación. En un marco de libre movilidad de capitales como el que se tiene en la actualidad, la teoría del arbitraje internacional de las tasas de interés plantea que en el largo plazo se tendrá la igualdad siguiente:  $i = i^* + \frac{\Delta E}{E}$ ; para una tasa dada de riesgo país, la tasa de interés interna ( $i$ )

---

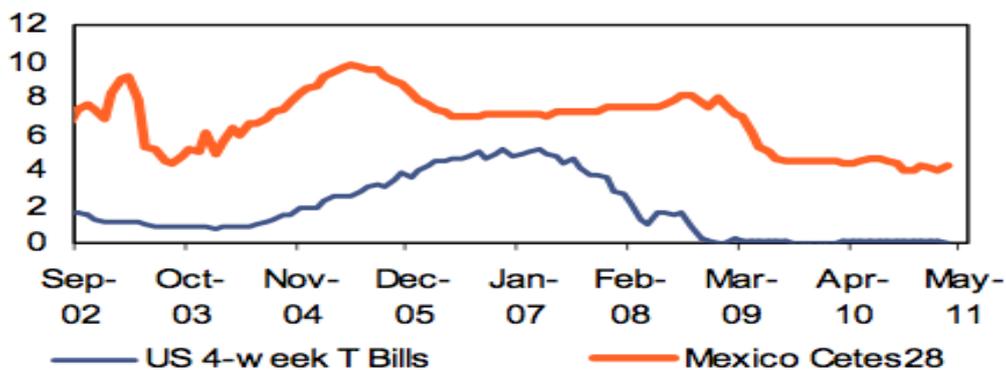
<sup>2</sup> El esquema de objetivos de inflación y los factores que lo definen se pueden ver en Schmidt-Hebbel y Werner (2002), y Política Monetaria, Informe sobre el primer semestre de 2001, Banco de México, septiembre, 2001.

<sup>3</sup> Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés. Anexo 3 del Informe sobre Inflación Julio-Septiembre de 2007, Banco de México.

debe ser igual a la tasa de interés externa ( $i^*$ ) más la tasa de variación del tipo de cambio  $\frac{\Delta E}{E}$ .

México es una economía, que al igual que la mayoría de los países a nivel mundial, compite en el mercado internacional por atraer capitales del exterior, motivo por el que no se cumple la teoría del arbitraje de las tasas de interés, ya que la tasa de interés interna va a ser mayor que la tasa de interés internacional y la variación cambiaria ( $i > i^* + \frac{\Delta E}{E}$ ). Es decir, como se muestra en la gráfica 1, se trata de mantener el diferencial entre las tasas de interés con la finalidad de que el rendimiento que obtienen los inversionistas extranjeros en México sea mayor al que puedan ganar en países como Estados Unidos.

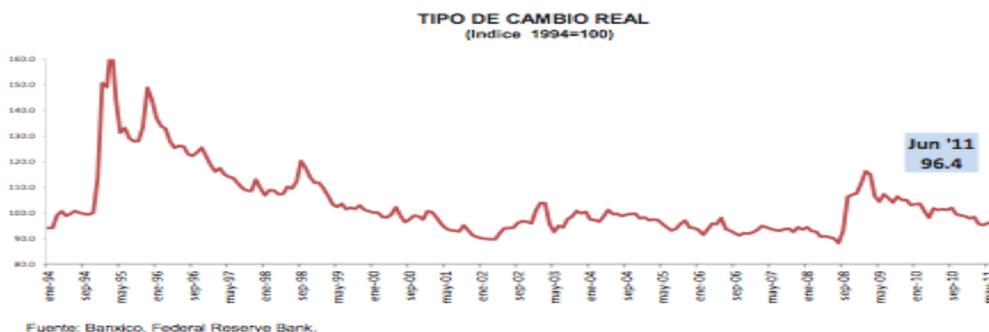
Gráfica 1. Evolución del diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos, 2002.2011.



Fuente: Tomado de El Observatorio Económico de México. <http://observatorio.azc.uam.mx>

Como se observa en la gráfica 2, la entrada de flujos de capital de carácter especulativo se traduce en una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real, lo que ha implicado la sobrevaluación de la moneda mexicana, es decir, el nivel del tipo de cambio es mayor al que debería de corresponder de acuerdo con los fundamentos económicos.

Gráfica 2. México: trayectoria del tipo de cambio real, 1994-2011.



Fuente: Tomado de El Observatorio Económico de México. <http://observatorio.azc.uam.mx>

Por otra parte, se controla la tasa de variación de los salarios nominales contractuales con el fin de contener las presiones inflacionarias y las expectativas sobre los precios. Además, desde la crisis de 1995 a la actualidad ha prevalecido una política monetaria de carácter contractivo, la cual ha sido acompañada de una política fiscal que tiene como objetivo el logro de finanzas públicas sanas, lo que ha significado una contracción del gasto del sector público (sobre todo en lo que tiene que ver con el gasto en infraestructura), dado el bajo nivel de recaudación impositiva que se tiene en el país.

El conjunto de medidas anteriores se ha reflejado en una menor demanda agregada, con lo que las presiones inflacionarias se han visto disminuidas, motivo por el que la política monetaria ha resultado eficaz para lograr la estabilidad de los precios, lo que implica que cada vez gane más credibilidad el banco central y se considere a la Autonomía del Banxico como uno de los mayores logros. Sin embargo, no se debe olvidar que esta política ha implicado un alto costo social en términos de que no promueve el crecimiento económico ni la generación de empleo. En efecto, el país lleva ya tres décadas de crecimiento mediocre, de acuerdo con datos del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), la tasa de crecimiento promedio del producto interno bruto (PIB) durante los períodos de 1981-1990, 1991-2000 y 2001 a 2010, fueron respectivamente de 1.9, 3.6 y 1.7 por ciento, lo que refleja la fragilidad de un mercado interno que se ha visto comprimido en aras de lograr una estabilidad macroeconómica que ha marginado los objetivos de crecimiento económico y generación de empleo.

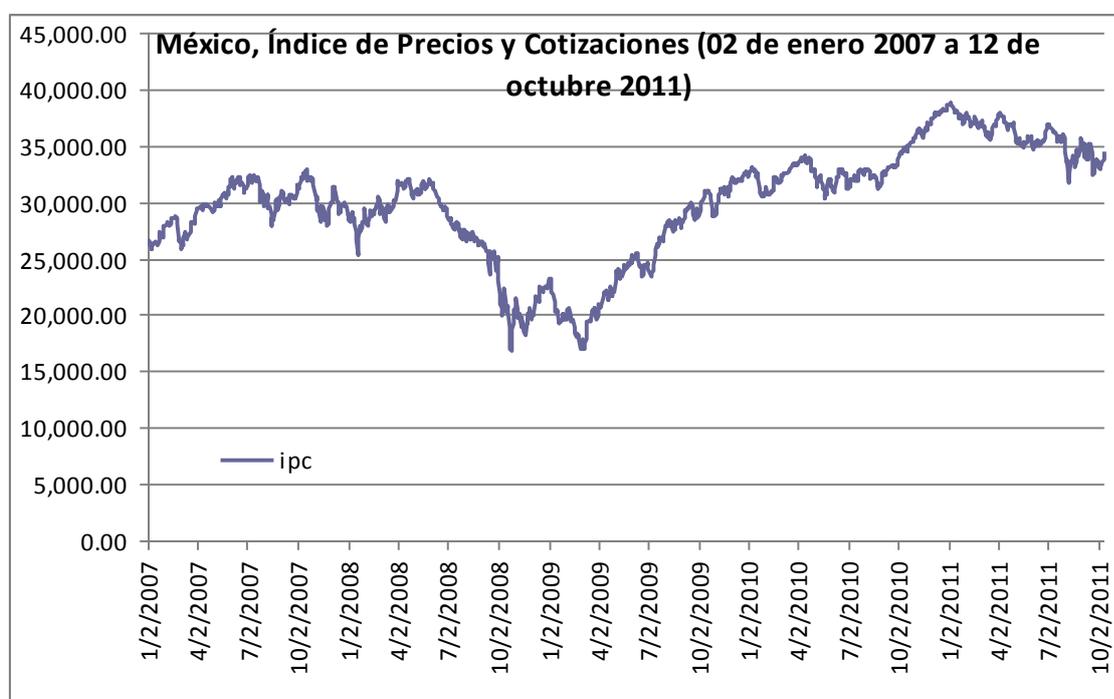
## **2. La globalización de la crisis se refleja en inestabilidad bursátil y cambiaria**

Hasta aquí hemos planteado algunos aspectos generales sobre la lógica de funcionamiento de la política económica de México, que gira alrededor del objetivo de estabilidad de precios. En lo que sigue veremos que ante los períodos de crisis financiera, como los de 2008-2009 y 2011, el IPC en el mercado de valores tiende a caer y el tipo de cambio a depreciarse como consecuencia de la salida de los flujos de capital asociados con la mayor incertidumbre que implica la volatilidad de los mercados financieros.

La gráfica 3 muestra el comportamiento del IPC de la Bolsa Mexicana de Valores durante el período de 2007 al 12 de octubre de 2011; aquí se puede ver que durante 2007 el IPC alcanzó un nivel promedio de 29,703 puntos, con niveles máximos de 32 mil puntos en el mes de julio de ese año. Como consecuencia de la crisis financiera mundial de 2008-2009 el IPC va a empezar a

mostrar una tendencia descendente, durante el primer semestre de 2008 su nivel promedio se ubica en 29, 926 puntos y para la segunda mitad de ese año había descendido a 23, 699 puntos, llegando a niveles mínimos el 27 de octubre con apenas 16, 868.96 (lo que representa una caída de -47 por ciento en relación a su máximo nivel de 32 mil puntos). Durante los primeros cuatro meses de 2009 el IPC continúa con su tendencia descendente, pero posteriormente se empieza a recuperar para alcanzar los niveles que se tenían con anterioridad a la crisis, ya que por ejemplo en la segunda quincena de diciembre los niveles rebasaron los 32 mil puntos. En 2010 las actividades en la Bolsa Mexicana de Valores observaron una tendencia alcista, lo que llevó al índice a un nivel promedio de 33, 321 puntos, con un máximo histórico de 38,550 puntos el 31 de diciembre de ese año.

Gráfica 3. México, Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

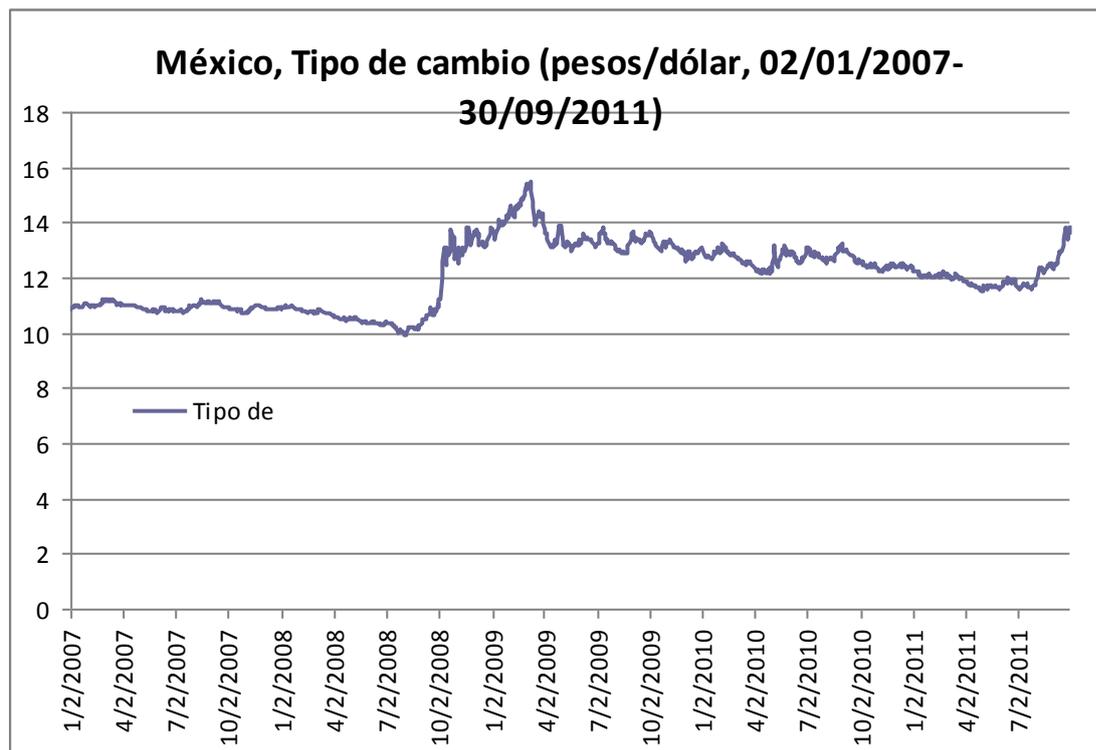


Fuente: Indicadores de la Bolsa Mexicana de Valores.

En 2011 el IPC empieza a mostrar signos de desaceleración, ya que durante el primer semestre se ubica en un nivel promedio de 36, 555 puntos y durante el trimestre de julio a septiembre y los primeros días del mes de octubre desciende a 34,540 puntos, lo que representa una caída de -5.8 por ciento, si se comparan estos dos promedios. Lo anterior refleja, como ya señalamos con anterioridad, la transmisión de la crisis global asociada a los problemas de la deuda soberana en Estados Unidos y en países europeos, con énfasis particular en la incertidumbre generada por la magnitud de la crisis griega.

Por otra parte, como se muestra en la gráfica 4, el tipo de cambio nominal durante 2007 y el primer semestre de 2008 se mantiene relativamente estable alrededor de los \$11.00 por dólar, posteriormente con la crisis financiera mundial de 2008-2009 se observa una depreciación importante como consecuencia de la salida de capitales, la incertidumbre y la fuerte recesión económica. El tipo de cambio alcanza un máximo histórico de \$15.49 unidades entre noviembre de 2008 y mayo de 2009.

Gráfica 4. México, Tipo de Cambio (pesos/dólar).



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, Mercado Cambiario.

En los momentos más álgidos de la crisis, que en México se empezaron a reflejar sobre todo a partir de octubre de 2008, la Comisión de Cambios intervino de manera agresiva en el mercado cambiario con el fin de evitar mayores presiones sobre el tipo de cambio que generaran alzas en la tasa de inflación e inestabilidad cambiaria. De este modo, la subasta de dólares realizada durante el período del 8 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009 ascendió a 30,913 millones de dólares, lo que representó, de acuerdo con datos del Banco de México, cerca del 37 por ciento de la reserva internacional acumulada a diciembre de 2008. Con este tipo de estrategia se logró estabilizar el tipo de cambio, pero ahora a un nivel mayor de \$12.00 por dólar, tendencia que en promedio se mantuvo a partir de mayo de 2009 y hasta el mes de junio del 2011.

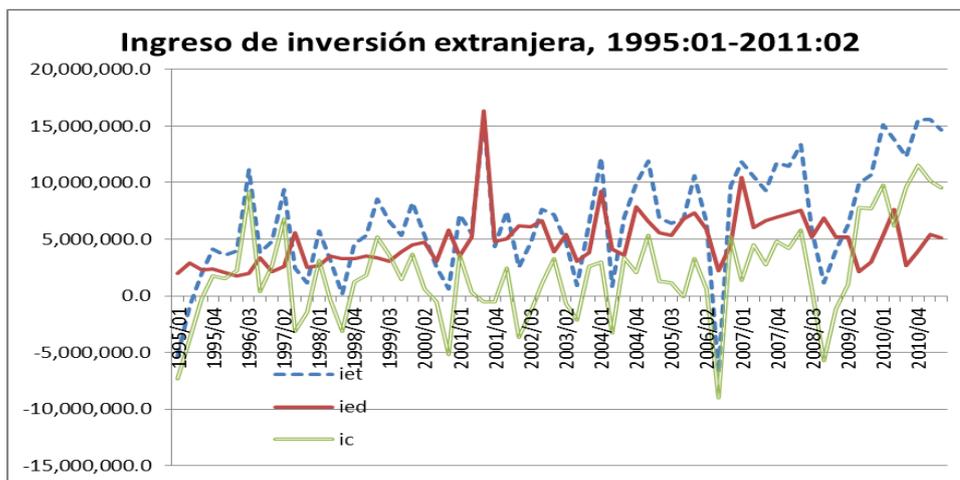
En la actualidad el peso mexicano se enfrenta de nuevo a fuertes turbulencias financieras provocadas por los temores de la crisis de deuda soberana en las economías europeas y en Estados Unidos, lo que para el vecino del norte lo llevó al recorte de su calificación crediticia. Teniendo como marco este escenario, durante el trimestre de julio a septiembre el peso mexicano se desploma en 18.56 por ciento, al pasar el dólar *spot* de un nivel de \$10.90 que tenía el 2 de julio a \$13.88 unidades a la venta el 30 de septiembre, de acuerdo con cifras del Banco de México; en operaciones de ventanilla o de menudeo se llegaron a registrar rangos mayores a los \$14.00. El mercado cambiario en México es más sensible a los choques exógenos debido a que el movimiento en el mercado de divisas es dominado desde hace varios años por inversionistas extranjeros, durante el mes de septiembre de este año administraron el 73 por ciento de las operaciones del mercado, mientras que los nacionales realizaron el 27 por ciento restante<sup>4</sup>.

En el mercado de divisas confluye tanto la oferta como la demanda de dólares, en situaciones de inestabilidad financiera mundial, como la que enfrentamos, se incrementa la demanda de dólares, lo que se traduce en una depreciación cambiaria que ha ubicado al tipo de cambio por arriba de los \$13.00 por dólar, nivel que se mantiene hasta lo que va de noviembre de 2011. Lo anterior es un reflejo de que nos hemos convertido en un mercado atractivo para la inversión extranjera, el problema es que, como se observa en la gráfica 5, la mayor parte de la entrada de capitales se concentra en inversión especulativa de corto plazo (llamada también inversión de cartera). Una cifra que refleja parte de la situación anterior es que, de acuerdo con datos del Banxico, de 2008 a 2009 la Inversión Extranjera Directa se contrae 51 por ciento (de 23.2 mil millones de dólares a 11.4 mmd), mientras que la inversión de cartera aumentó de 4.8 mil millones de dólares a 15.2 mil millones en 2009; en 2010 y en los datos que se observan para 2011, la inversión de cartera sigue siendo mayor que la inversión extranjera directa.

---

<sup>4</sup> Rojas H., Esteban, El Financiero, 29/09/2011, p. 1A.

Gráfica 5. México, ingreso de Inversión Extranjera.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banxico, Balanza de Pagos.

El Banxico no ha intervenido por ahora en el mercado cambiario, la estrategia ha sido dejar que el nivel del tipo de cambio se determine por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas, lo que resulta arriesgado si se considera que una elevada depreciación de la moneda puede generar, por una parte, presiones inflacionarias y por la otra, expectativas pesimistas entre los inversionistas extranjeros, lo que puede acentuar la salida de los flujos de capital y llevar al banco central a intervenir ofreciendo dólares, lo que generaría una pérdida de reservas internacionales. México cuenta con un blindaje financiero al que puede recurrir en caso de una mayor volatilidad cambiaria, como se muestra en la gráfica 6, dicho blindaje asciende aproximadamente a 211 mil millones de dólares, que es la suma de las reservas internacionales (niveles históricos cercanos a los 139 mil millones de dólares), más la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional (72 mil millones de dólares). Sin embargo, el banco central parece apostar a que a nivel internacional las expectativas son muy inciertas y que el diferencial entre la tasa de interés interna sigue siendo mayor en relación a la tasa de interés externa, con lo que se mantiene el atractivo de invertir en nuestro país. A este respecto es importante señalar que el objetivo para la tasa de fondeo bancario de México (tasa de interés interbancaria a 1 día) está en 4.50 por ciento desde el 17 de julio de 2009, mientras que la tasa de fondos federales en Estados Unidos está en un rango históricamente bajo que va de cero a un cuarto de punto (0-0.25), nivel que prevalece en

la actualidad y que se ha mantenido así a partir del 22 de mayo del 2009, lo que refleja la magnitud de los problemas económicos que enfrenta el imperio del norte.

Gráfica 6. México, Reservas Internacionales.



Fuente: Tomado de El Observatorio Económico de México. <http://observatorio.azc.uam.mx>

## 2.1 Conclusiones

Una reflexión que resulta de interés es si esta depreciación cambiaria será temporal o permanente, en el caso de que fuera permanente esto tendría la ventaja de disminuir la sobrevaluación del peso, lo que contribuiría de manera favorable al impulso de las exportaciones, el crecimiento económico y la generación de empleo. Pero por otro lado, se generarían expectativas de mayores presiones inflacionarias, con lo que los trabajadores verían disminuida su capacidad de compra y aumentaría el peso de la deuda de las empresas mexicanas y los bancos endeudados en dólares. En nuestra perspectiva, el nivel alcanzado de \$14.00 por dólar se asocia con una depreciación de carácter temporal asociada con los problemas económicos que se están viviendo en los países europeos y en Estados Unidos. Pero también es importante señalar que difícilmente el peso volverá a las cotizaciones de entre \$11.50 y \$12.00 que en promedio mantenía antes de esta fase reciente de turbulencias financieras, por lo que una pregunta para la reflexión es si el tipo de cambio se va a mantener en niveles promedio de \$13.00 pesos por dólar o el Banxico va a intervenir inyectando reservas.

Finalmente, la inestabilidad de los mercados financieros internacionales que se ha observado en los últimos meses se asocia con la crisis global de 2008, que en los hechos se ha prolongado hasta 2011 y desafortunadamente las expectativas para 2012 no son nada alentadoras,

ya que existe la amenaza de una desaceleración en la tasa de crecimiento de la economía mundial, así como un menor desempeño en la actividad económica de Estados Unidos, país que sigue siendo la economía más importante a nivel mundial y con quien mantenemos una alta dependencia económica.

### **Bibliografía**

Banco de México, SHCP, Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios, 10 de enero de 2011. Ver <http://www.banxico.org.mx>

Banco de México, Minuta número 7 Reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 14 de octubre, 2011. Ver <http://www.banxico.org.mx>

El Observatorio Económico de México, revista electrónica de la UAM-Azcapotzalco. <http://observatorio.azc.uam.mx>

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

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.

Ortiz Cruz, Etelberto, "Estancamiento estructural y crisis. La urgencia de un programa social para la estabilización", en Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero", Noemi Levy Orlik y Teresa López González (coordinadoras), Facultad de Economía de la UNAM, Juan Pablos Editor, México, 2011, pp. 247-271.

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](http://www.revistasICE.com).

Schmidt-Hebbel, K. y A. Werner (2002), “Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate”, Central Bank of Chile, Working Paper No. 171, July.

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.