

Margen de maniobra del Banco de México para conducir una corrección ordenada del desequilibrio en la paridad (2003)

Adrián Hernández-del-Valle

RESUMEN

Este trabajo proporciona un argumento empírico a favor de cambiar el instrumento de política monetaria que utiliza el Banco central mexicano. En efecto, se demuestra que el instrumento de Saldos Acumulados, «el corto», imposibilita a la autoridad monetaria para corregir desequilibrios en la paridad.

ABSTRACT

MARGIN OF MANUVERING OF BANCO DE MEXICO IN ORDER TO PERFORM AN ORDERED CORRECTION OF THE EXCHANGE UNBALANCE (2003)

This paper provides an empirical argument in favor of changing the instrument that the Mexican Central Bank

(Banco de Mexico) employs to conduct its monetary policy. Indeed, we show in this essay that the present added money supply instrument that Banxico uses, inhibits its ability to conduct an ordered correction of the exchange.

I. INTRODUCCIÓN

Frente a niveles de sobrevaluación como los observados actualmente en la relación Peso Mexicano-Dólar E.U., una pregunta recurrente es el margen de maniobra del Banco de México para conducir una corrección ordenada del desequilibrio en la paridad, i.e. un «aterrizaje suave» —*soft landing*, en palabras de Alan Greenspan, Gobernador de la Reserva Federal de los Estados Unidos, en lugar de un *hard landing*, o devaluación abrupta—. La tesis es que un *soft landing* sería posible si la política monetaria se condujera a través de tasas. Sin embargo, con el esquema actual de Saldos Acumulados, una herramienta que actúa sobre los agregados monetarios, la tasa de referencia, Cetes a 28 días, responde al comportamiento del Tipo de Cambio en lugar de conducirlo. Por tanto, implementar una corrección suave resulta complicado, i.e. Banxico tiene poco margen de maniobra.

Primero, una corrección paulatina y ordenada: sin presiones inflacionarias, es deseable para mejorar la com-

petitividad de nuestras exportaciones y para aliviar las presiones sobre la Balanza de Pagos.

Segundo, es probable que las presiones sobre el Tipo de Cambio continúen por dos factores:

I) Porque las tasas de rendimiento de los bonos mexicanos se encuentran en mínimos históricos: los Cetes a 28 días, alcanzaron 4.72% en la subasta del 3 de junio de 2003; y

II) por la relación Dólar/Euro-Peso/Dólar observada recientemente: cuando el Dólar pierde terreno frente al Euro, el Peso pierde valor frente al Dólar. El jueves 5 de junio de 2003, el Banco Central Europeo recortó su tasa medio punto para quedar en 2%. Esto debería haber disminuido las presiones sobre el Dólar pero no sucedió por la expectativa de que la Fed siguiera la tendencia de su contraparte europeo. Efectivamente, el 25 de junio del mismo año, el Comité de Mercado Abierto del banco central norteamericano recortó, en un cuarto de punto porcentual, su tasa de referencia para quedar en 1%, su nivel más bajo en 45 años.

El objetivo de este trabajo es proporcionar un argumento estructural empírico a favor de cambiar el instrumento de política monetaria de Banxico de agregados monetarios —el «corto»— a una tasa de referencia. El análisis se fundamenta en la *Paridad del Poder Adquisitivo* (PPP, por sus siglas en inglés: *Purchasing Power Parity*) y en las tasas de rendimiento reales de bonos gubernamentales.

Se recurre a sucesos coyunturales para contextualizar el problema.

En la sección 2 se plantea el problema de la sobrevaluación y se realizan algunas observaciones respecto a las diferencias entre la situación actual del país y la observada en devaluaciones abruptas anteriores, en particular 1982 y 1994. Además, se describen las herramientas PPP y rendimiento real, y se ejemplifica su relación. En la sección 3 se plantea la capacidad de maniobra de Banxico. Finalmente, en la sección 4 se incluyen algunas conclusiones.

II. EL PROBLEMA

Lo primero es señalar que el temor de una devaluación abrupta no es injustificado. Las crisis de Balanza de Pagos que originaron las grandes devaluaciones de 1982 y 1994, se sucedieron después de niveles de sobrevaluación similares a los que enfrenta nuestra divisa en la actualidad.

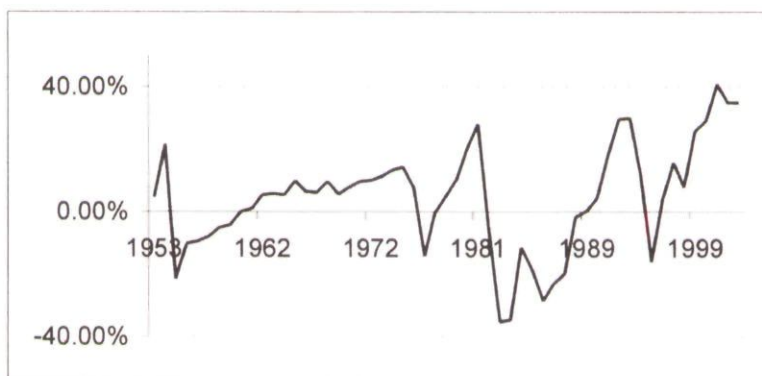


Figura 1. Sub/Sobre Valuación Peso-Dólar

Sin embargo, la situación actual es muy distinta a la observada en aquellos años. Las diferencias más significativas son:

I) *Régimen de flotación*: En la actualidad es flexible. Esto permite equilibrar la Balanza de Pagos sin echar mano de las reservas internacionales de la Nación. Éstas se encuentran en máximos históricos: \$53,968 millones de Dólares.

II) *Composición de la inversión extranjera*: Hoy día, la Cuenta de Capitales, que ayuda a saldar los *déficits* en Cuenta Corriente, está compuesta por alrededor de 70% de Inversión Extranjera Directa y 30% de Inversión de Cartera. En 1994, la composición era exactamente al revés. La composición presente conlleva flujos más estables y ordenados.

Sin embargo, no todo es miel sobre hojuelas. La sobrevaluación es un problema porque profundiza los déficits en cuenta corriente al encarecer nuestras exportaciones y abaratar las importaciones. Lo anterior es particularmente preocupante en economías como la mexicana en donde el motor del crecimiento es precisamente el sector exportador.

Un problema de sobrevaluación tiene dos soluciones:

I) **Hard landing**: Devaluar bruscamente, «de la noche a la mañana».

II) **Soft landing**: Bajar, poco a poco, la tasa de rendimiento de referencia para que el desequilibrio en la divisa se corrija gradualmente sin la necesidad de picos o **shocks** en la política monetaria.

¿Por qué es deseable un **soft landing**? Una devaluación encarece los bienes importados y esto genera presiones inflacionarias —el efecto es más fuerte si se trata de una economía en donde la mayor parte de los importados son bienes intermedios. Para frenar la inflación y la fuga de capitales, el Banco central aplica una política monetaria restrictiva. La contracción monetaria encarece el dinero y lo vuelve escaso. Lo anterior, aunado a la contracción del consumo, merma la inversión en existencias y en capital. Para hacerse de recursos, el sector privado se ve obligado a echar mano de sus activos, destruyendo la planta productiva con la consecuente reducción del empleo —y volvemos a empezar: menor empleo, implica menor consumo y éste conlleva menor inversión. Es de-

cir, un **hard landing** tiene un efecto procíclico que profundiza la contracción de la economía. Ocampo (2002) señala que existe una correlación fuerte entre **shocks** de tasas de interés y contracciones del PIB **per cápita**.

Luego, si un **soft landing** es preferible, ¿cómo lograrlo? Esto nos lleva a dos preguntas cruciales. Primero, ¿cómo identificar la sobrevaluación? Segundo, ¿por qué se origina la sobrevaluación?

Existen numerosos índices para diagnosticar el nivel de valuación de una divisa respecto a otra(s), y aquí usamos el de la Paridad del Poder Adquisitivo (con el que construimos la figura 1), por ser el de mayor aceptación generalizada. A grandes rasgos, la sobrevaluación surge porque el rendimiento real de los bonos de un país es mayor que el del otro y esto atrae a los grandes fondos internacionales de inversión. Kaminsky y Reinhart (2000) demuestran que, en la actualidad, el nexo financiero es el canal de transmisión más importante entre las economías. Con base en lo anterior, un **soft landing** se obtiene reduciendo gradualmente las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales; pero para lograrlo sin provocar un ataque especulativo, es necesario hacerlo sustentándose en fundamentos, e.g. un nivel congruente de *riesgo país*. A continuación se explica cada argumento.

En torno a la primera pregunta, cómo identificar la sobrevaluación, la teoría más conocida es la de la PPP. Ésta afirma que puede esperarse que el Tipo de Cambio de una moneda con respecto a otra, varíe a lo largo del

tiempo a una tasa equivalente al diferencial de las tasas de inflación entre ambos países. Esta condición puede expresarse de la forma siguiente:

$$E(S) := \text{Spot} \cdot \frac{(1 + p_d)}{(1 + p_f)}$$

donde:

$E(S)$ = Tipo de Cambio spot esperado – tiempo $t+1$.

Spot = Tipo de Cambio spot presente – tiempo t (e.g. Pesos por Dólar).

p = Inflación doméstica.

p_f^d = Inflación foránea.

Para una discusión más detallada del PPP y sus aplicaciones, ver Adler y Lehman (1983), Dornbush (1976), Magee (1978), Officer (1976), y Rogalski y Vinso (1977).

Por ejemplo, en 1982 y 1983, el Dólar estadounidense presentaba sobrevaluaciones significativas sobre las principales divisas europeas y el Yen japonés:

CUADRO 1. PPP Y TASA DE RENDIMIENTO REAL

FRANCIA	1982	1983
Precios al consumidor	127	139
Rentabilidad de los bonos del gobierno	15.6	13.6
Francos/Dólares	6.7	8.3
REINO UNIDO	1982	1983
Precios al consumidor	122	127
Rentabilidad de los bonos del gobierno	12.9	10.8
Libras/Dólares	0.62	0.69
ALEMANIA OCCIDENTAL	1982	1983
Precios al consumidor	112	116
Inflación	6%	4%
Rentabilidad de los bonos del gobierno	9	7.9
Marcos/Dólares	2.4	2.7
JAPÓN	1982	1983
Precios al consumidor	108	110
Rentabilidad de los bonos del gobierno	8.1	7.4
Yenes/Dólares	235	232
ESTADOS UNIDOS	1982	1983
Precios al consumidor	117	121
Rentabilidad de los bonos del gobierno	12.9	11.3

**CUADRO 1. PPP Y TASA DE RENDIMIENTO REAL
(CONTINUACIÓN)**

DIFERENCIAL DE INFLACIONES	1982	1983
Francia/E.U.	1.085	1.149
Reino Unido/E.U.	1.043	1.050
Alemania/E.U.	0.957	0.959
Japón/E.U.	0.923	0.909
PPP E(S)	1982	1983
Francos/Dólares	6.19	7.70
Libras/Dólares	0.54	0.65
Marcos/Dólares	2.20	2.30
Yenes/Dólares	203.08	213.64
(SUB/SOBRE) VALUACIÓN	1982	1983
Francos/Dólares	-7.7%	-7.3%
Libras/Dólares	-13%	-6%
Marcos/Dólares	-8%	-15%
Yenes/Dólares	-14%	-8%

La lógica es que si se está pagando más por una divisa de lo que se «debería» con base en el PPP, entonces la divisa está sobrevaluada. Por ejemplo, haciendo uso de otro índice muy popular, el *índice Big Mac*: una hamburguesa debería costar lo mismo en cualquier país. Si en México, en términos relativos, está más barata que en Estados Unidos, entonces los consumidores preferirán comprarla en México, pero para hacerlo necesitarán cambiar Dólares por Pesos; y este intercambio de divisas generará una aprecia-

ción del Peso mexicano hasta corregir el desequilibrio, i.e. hasta que los consumidores sean indiferentes entre adquirir el producto en cualquiera de los dos países. El cuadro 2 resume las condiciones de paridad con base en el PPP y la valuación correspondientes:

CUADRO 2

PPP	Valuación	Divisa interna	Divisa externa
$P_d > P_f$	> 0	Sobrevaluada	Subvaluada
$P_d = P_f$	$= 0$	Equilibrada	Equilibrada
$P_d < P_f$	< 0	Subvaluada	Sobrevaluada

Si retomamos el ejemplo del cuadro 1, puede observarse que el Dólar estaba claramente sobrevaluado frente a las divisas de sus contrapartes. Ahora, la pregunta es, ¿por qué? El cuadro 3 muestra las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales de los países muestreados en el mismo período.

CUADRO 3. TASAS REALES DE PAÍSES SELECCIONADOS

Tasas Reales	1982	1983
Francia	-5%	-1%
Reino Unido	4%	6%
Alemania Occidental	3%	4%
Japón	5%	5%
Estados Unidos	6%	8%

La respuesta es que las tasas reales de los bonos norteamericanos eran superiores a las de sus contrapartes. ¿Esto explica la sobrevaluación? La relación entre divisas es una cuestión de flujos: cuando los capitales pasan de un país a otro, fortalecen la moneda del país receptor y debilitan la del país emisor. En estos términos, la pregunta es, ¿qué hace que los flujos prefieran estar en un país y no en otro? Existen dos respuestas: el diferencial de tasas o el diferencial de inflaciones entre países. El último corresponde al PPP o al índice *Big Mac* y está relacionado con los nexos comerciales entre países, mientras que el primero conlleva una relación financiera. En el corto plazo, y con todo lo demás sin variaciones, los inversionistas prefieren destinar recursos al país que ofrece tasas de rendimiento más atractivas.

Kaminsky y Reinhart (2000) demuestran mediante la aplicación de probabilidades condicionales de contagio que, en promedio, el *canal de transmisión* —nexo entre países— más fuerte en la actualidad es el financiero y que todos los movimientos en este ámbito se justifican por relaciones de riesgo-rendimiento. Luego, si el riesgo entre los países seleccionados es equivalente, entonces la explicación de la sobrevaluación del Dólar es el rendimiento real superior de los bonos de ese país. El cuadro 4 resume los resultados de Kaminsky y Reinhart.

**CUADRO 4. PROBABILIDADES CONDICIONALES
DE CONTAGIO POR CANAL**

	Canal de Transmisión	$P(C X_i)$	Promedio
Nexos Financieros	X_1 Regionalidad	57.06%	57.06%
	X_2 Fondos mutuos	80.40%	81.95%
	X_3 Acreedores bancarios comunes	83.50%	
Nexos Comerciales	X_4 Comercio bilateral	84.70%	57.50%
	X_5 Comercio con terceros comunes	30.70%	

III. MARGEN DE MANIOBRA DE BANXICO

El análisis anterior nos lleva a la pregunta inicial, ¿tiene margen de maniobra Banxico para conducir una corrección ordenada de la paridad? Si la respuesta fuera *sí*, entonces el procedimiento a seguir sería:

I) Modelar la relación entre paridad y tasas económicamente, y

II) simular el comportamiento de la variable dependiente —la paridad— en función del desempeño de las tasas.

Supongamos que la respuesta es afirmativa y desarrollemos el procedimiento anterior.

Primero, hagamos un recuento de los sucesos recientes:

- El Tipo de Cambio alcanzó su máximo histórico el 5 de marzo de 2003: \$11.24 Pesos/Dólar.

- Ante el temor de presiones inflacionarias ocasionadas por la paridad, y bajo el argumento de que el diferencial en la acumulación de reservas ya no resulta atractivo, Banxico anuncia un cambio en la política cambiaria consistente en subastar el 50% del excedente de las reservas. El Peso vuelve a apreciarse. Alcanza el mínimo el 13 de mayo de ese año: \$10.13 Pesos/Dólar.

- Las presiones sobre la paridad regresan cuando el riesgo país de México ronda los 200 puntos y, en concordancia, los Cetes a 28 días alcanzan su primer mínimo el 15 de mayo: 4.90%.

- El 3 de junio de 2003, los Cetes 28 alcanzan un nuevo mínimo, 4.72%, y las presiones sobre el Tipo de Cambio retoman su tendencia alcista.

- Dos días después, el jueves 5 de junio, el Banco Central Europeo recorta su tasa en medio punto, y ante las expectativas de que la Fed también lo haga, las presiones sobre el Peso se fortalecen (recordar la relación Dólar/Euro, Peso/Dólar).

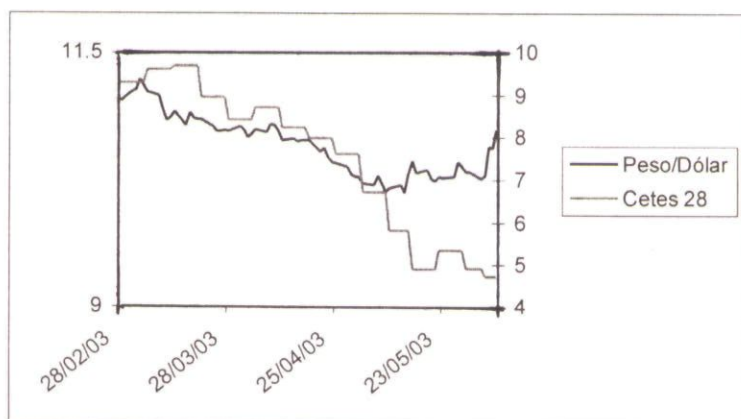


Figura 2. Peso-Dólar, Cetes 28 días

Al retomar la idea de modelar la relación entre Tipo de Cambio y tasa de referencia, la figura 2 muestra que existe una correlación fuerte entre ambas variables. Sin embargo, existe un problema:

CUADRO 6. PRUEBA DE CASUALIDAD DE GRANGER

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 1993:1 2003:2

Lags: 2

Null Hypothesis:

CETES28 does not Granger Cause TCAMB

Obs

F-Statistic

Probability

38

2.06712

0.14263

TCAMB does not Granger Cause CETES28

7.63699

0.00188

**CUADRO 7. ESTIMACIÓN DEL MODELO ECONÓMICO
CON TIPO DE CAMBIO = f (CETES 28)**

Dependent Variable: TCAMB

Method: Least Squares

Sample(adjusted): 1993:2 2002:3

Included observations: 38 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CETES28	0.23261	0.01690	13.76100	0.00000
R-squared	0.819538			
Adjusted R-squared	0.819538			

Como puede observarse en los cuadros 6 y 7, el coeficiente de determinación es significativo tal como sugería la figura 2, pero el signo del parámetro es positivo cuando se esperaba una relación inversa entre las variaciones en el Tipo de Cambio y las variaciones en la tasa de referencia. Es decir, se esperaba que un aumento en la tasa de Cetes lograra una apreciación del Tipo de Cambio, pero no es así. El problema radica en que *el Tipo de Cambio incide sobre la tasa de Cetes y no a la inversa*, i.e. $Cetes\ 28 = f(\text{Tipo de Cambio})$, tal como lo muestra la prueba de causalidad de Granger (cuadro 6): la depreciación o apreciación en el Tipo de Cambio determinan el rumbo de los Cetes a 28 días.

Lo anterior puede explicarse por el hecho de que Banxico conduce su política monetaria a través de agrega-

dos monetarios, la política de Saldos Acumulados, y no mediante una tasa de referencia como lo hace la mayoría de las economías industrializadas —aquéllas de el cuadro 1—. Los intermediarios eligen la tasa en las subastas con base en variables macroeconómicas y Banxico optimiza distribuyendo los montos convocados a las tasas más bajas.

Para los fines de este trabajo, y aunque el control de la tasa real es el argumento más fuerte para conducir el comportamiento del Tipo de Cambio, sin parámetro, no puede simularse la capacidad de la autoridad monetaria mexicana para conducir una corrección ordenada del Tipo de Cambio. Lo anterior es un argumento sólido a considerar en la discusión presente entre la conveniencia de mantener una política monetaria con base en agregados monetarios o mediante una tasa de referencia.

IV. CONCLUSIONES

Como se mencionó en la Introducción, una corrección ordenada o **soft landing** de la paridad Peso/Dólar es deseable para mejorar el crecimiento de la economía mexicana a través de una mayor competitividad del sector exportador. Las economías industrializadas conducen sus relaciones de intercambio mediante tasas de referencia que, al ajustarse en términos reales, hacen sus divisas más o menos atractivas, con los flujos consecuentes que las fortalecen o debilitan.

Banco de México carece de esta posibilidad porque el instrumento que usa para conducir la política monetaria incide sobre los agregados monetarios, y sólo indirectamente sobre la tasa de referencia. Adicionalmente, la tasa responde a variaciones en la paridad, tal como lo muestran los cuadros 6 y 7, y no al revés, como desearíamos.

El análisis empírico proporcionado en este trabajo es un argumento más a favor de un cambio en el instrumento de política monetaria. De hecho, presionado por el agotamiento del «corto», Banxico modificó el mecanismo en marzo de este año. Con el nuevo esquema se evitan los promedios mensuales y los bancos tienen que pagar sus *sobregiros* —«corto»— diariamente; además, aumentó el monto de los depósitos obligatorios de la Banca comercial en 30 mil millones de Pesos. Con todo, el instrumento sigue siendo de agregados monetarios y no mejora las perspectivas sobre la capacidad de la autoridad monetaria para conducir una corrección ordenada de la paridad.

FUENTES DE CONSULTA

- Adler, M. y B. Lehman (1983). «Deviations from PPP in the long run», *Journal of Finance*, 38, no.5.
- Dornbush, R. (1976). «Expectation and exchange rate dynamics», *Journal of Political Economy*, 84.
- Kaminsky, G. y Reinhart, Carmen (2000). «On crisis, contagion, and confusion», *Journal of International Economics*, no.51.
- Magee, S.P. (1978). «Contracting and spurious deviations from Purchasing Power Parity», *The Economics of Exchange Rates*, eds. J.A. Frenkel y H.G. Johnson, Addison-Wesley, Co., Reading.
- Ocampo, José A. (2002). «Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world». Santiago: CEPAL.
- Officer, L.H. (1976). «The Purchasing Power Parity theory of exchange rates: a review article», *IMF Staff Papers*, 23.
- Rogalski, R.J. y Vinso, M.S. (1977). «Price level variations as predictors of flexible exchange rates», *Journal of International Business Studies*, 8.

Copyright of Hospitalidad ESDAI is the property of Universidad Panamericana and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.