

## CAPÍTULO 21

### LA POLÍTICA CAMBIARIA EN MÉXICO 1980-1995

El tipo de cambio es uno de los precios clave de la economía mexicana. Este influye en las importaciones y exportaciones, en los movimientos de capitales financieros, en la especulación, y en general sobre los precios, el salario real, el producto y el empleo. El proceso de apertura comercial implicó la reordenación de la política económica mexicana, destacando principalmente la política comercial, fiscal y la monetaria. La conducción de la política cambiaria sería la clave del programa de estabilización, utilizando al tipo de cambio como variable de ajuste inflacionario por más de siete años; de 1987-1994, durante estos años la política cambiaria pasó por cuatro etapas en su manejo, mismas que obedecieron a circunstancias diferentes de la economía nacional. Así la política de tipo de cambio ha venido siendo un instrumento repetidamente utilizado tanto para fines de estabilidad como de promoción de las exportaciones.

**Objetivo General:** Analizar los elementos teóricos del tipo de cambio, sus diferentes formas así como la conducción de la política cambiaria en México.

**Objetivo Particular:** Conocer los aspectos importantes del tipo de cambio así como las etapas de la paridad cambiaria en México.

Al terminar este capítulo el alumno será capaz de:

- Definir el tipo de cambio
- Identificar los elementos teóricos del tipo de cambio
- Distinguir los elementos que influyen en la paridad cambiaria
- Identificar los regímenes del tipo de cambio
- Describir las etapas del tipo de cambio existentes en México a partir de 1985
- Entender e identificar las formas específicas del tipo de cambio
- Entender la mecánica del “ataque especulativo”



## **21.1 INTRODUCCIÓN**

El tipo de cambio es una de las variables más importantes de la economía mexicana pues influye directamente sobre los precios de los insumos importados, y sobre las expectativas que todos los agentes realizan sobre la marcha de la economía. Afecta así el empleo y el producto interno bruto. Los mexicanos hemos padecido las consecuencias de diferentes épocas de devaluación que permanecen dolorosamente en nuestra mente y padecemos en nuestra restricción presupuestaria.

En esta época de globalización y de apertura comercial el manejo del tipo de cambio se hace cada vez más relevante por sus efectos sobre ya no sólo la economía interna sino sobre sus posibles efectos en el sistema financiero internacional, en tal sentido recuérdese el “Efecto Tequila”, “Samba”, “Dragón”, etc. que muestran las nuevas relaciones internacionales a nivel global.

Por la importancia y la influencia que tiene la política cambiaria en la economía mexicana, en el presente capítulo analizamos los elementos teóricos del tipo de cambio, sus diferentes regímenes así como la conducción de la política cambiaria en México.

## **21.2 Elementos teóricos del tipo de cambio**

Dentro de un contexto de intercambio de mercancías entre dos o más países se hace necesaria una unidad de cambio que facilite la transacción. En un principio se utilizaron monedas para pagar las mercancías, pero en la medida que surgió el papel moneda y las transacciones comerciales se hicieron más intensas, surgió la necesidad de crear un sistema monetario internacional que ponderara el valor de las distintas monedas

Así es como se fortaleció el sistema conocido como Bretton Woods, emanado del Plan White, propuesto por EUA, este acuerdo firmado en 1944 inicialmente por 44 países ubicó al dólar como la moneda líder en el mercado mundial de divisas desplazando a la libra esterlina, creando una libre convertibilidad de dólares por oro a una cotización fija de 35 dólares por onza oro, fijándose las demás monedas con respecto al dólar. Sin embargo el excesivo gasto público por parte de los EUA aumentó la oferta monetaria, combinada con una caída en la demanda interna internacional de dólares, precipitó inconsistencias con la paridad fija oro-dólar, pues mientras ésta permanecía constante, la circulación de dólares aumentó de manera importante conduciendo a la incapacidad por parte de las autoridades para mantener tal conversión, y así el sistema Bretton

Woods, se colapsó en 1973 y las monedas de los principales países desarrollados comienzan a flotar contra el dólar.

Por lo que surgen tres áreas geográficas de influencia monetaria, encabezadas por tres divisas: el dólar, el marco alemán y el yen. De tal forma que estas monedas con sus respectivos tipos de cambio sustentan un papel importante en el comercio internacional, permitiendo comparar los precios de los bienes y servicios en el mercado internacional.

### **Definición del tipo de cambio**

El tipo de cambio es el precio relativo de una moneda. El tipo de cambio de un país se expresa en términos de la unidad monetaria de otro país. Por ejemplo, la paridad del dólar se expresa en términos de la moneda mexicana, como la cantidad de pesos que pagan los mexicanos por un dólar. El siguiente cuadro presenta la paridad dólar peso.

**CUADRO 21.1**  
**TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL DÓLAR EN PESOS**

<b>Año</b>	<b>Pesos por Dólar</b>
1980	23,26
1981	26,23
1982	96,48
1983	143,9
1984	192,6
1985	371,7
1986	923,5
1987	2209,7
1988	2281,0
1989	2641,0
1990	2945,4
1991	3,07
1992	3,11
1993	3,10
1994	5,32
1995	7,64
1996	7,83
1997	8,08
1998	10,02

1999	9,46
2000	9,49

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, varios números

El tipo de cambio no es más que el precio relativo de una moneda en términos de otra. El tipo de cambio de una economía como la mexicana es uno de los precios más importantes dada la influencia que tiene sobre la economía de nuestro país. La paridad del tipo de cambio está respaldada en general por la fortaleza de la economía nacional, y en particular por la cantidad de reservas internacionales en forma de dólares y otras divisas que posee el **Banco Central** de un país, en nuestro caso el **Banco de México**.

Al igual que una mercancía el valor de una moneda depende de la oferta y la demanda de la misma. Si una moneda sufre una caída en su demanda, cae su precio respecto a las otras monedas, con lo cual baja su paridad y aumenta simultáneamente la cotización de las otras monedas. Se dice que el tipo de cambio local sufrió una **devaluación**, esto significa que hay que dar más unidades de esta moneda por una unidad monetaria de cualquiera de las otras monedas. En el caso contrario, una **apreciación** ocurre cuando la moneda doméstica se ve fortalecida frente a otras monedas y entrega menos unidades monetarias por la unidad monetaria de cualquier otro país. La apreciación o depreciación de una moneda cambia los precios relativos entre dos países, de esta forma bajara o aumentará respectivamente el precio de los bienes internos en términos de los precios de los bienes externos. Una devaluación se presenta cuando, por ejemplo tenemos que pagar más pesos por un dólar. Una apreciación ocurre cuando pagamos menos pesos por un dólar. Por ejemplo si en lugar de pagar 9.50 pesos por dólar pagamos 9.00 pesos decimos que el peso se apreció. En cambio si en lugar de pagar 9.00 por dólar pagamos 10.00 decimos que el peso se devaluó.

### 21.3 Regímenes del tipo de cambio

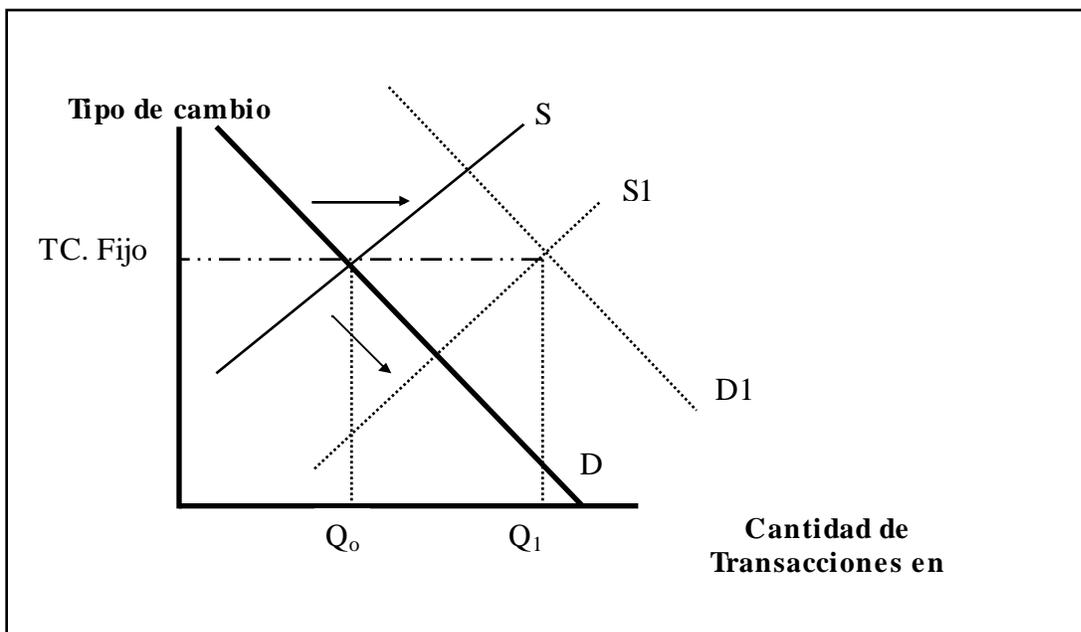
Existen varios regímenes de tipo de cambio que la economía mexicana ha experimentado, entre los que podemos encontrar los siguientes:

#### i) Tipo de cambio Fijo

En el sistema de tipo de cambio fijo, existe un objetivo en la paridad peso-dólar, por lo que los cambios en la demanda o en la oferta de dólares son satisfechos por el Banco Central a través de la cantidad de dólares que posee en las reservas internacionales de nuestro país.

En el caso de que aumente la demanda de dólares, y se tenga por objetivo de política monetaria mantener una paridad determinada, el Banco de México ofrecerán dólares a la misma paridad con el fin de evitar una caída en el tipo de cambio. El efecto de los cambios en la demanda u oferta de dólares se reflejarán en el nivel de reservas internacionales. En el extremo, cuando las reservas internacionales no son suficientes para hacer frente a los ataques especulativos se precipitará una fuerte devaluación.

**GRÁFICO 21.1 Efecto de un Aumento en la Demanda de Dólares**



En el gráfico 21.1 se muestra un incremento en la cantidad demandada de dólares como un desplazamiento de la curva de la demanda de  $D$  a  $D1$ . Si la política monetaria es de tipo de cambio fijo, el Banco de México utilizará las reservas internacionales para satisfacer el incremento de la demanda, desplazando su oferta de  $S$  a  $S1$  y así preservar el nivel de la paridad cambiaria. Las reservas internacionales se reducirán en una magnitud de  $Q1$  a  $Q0$ .

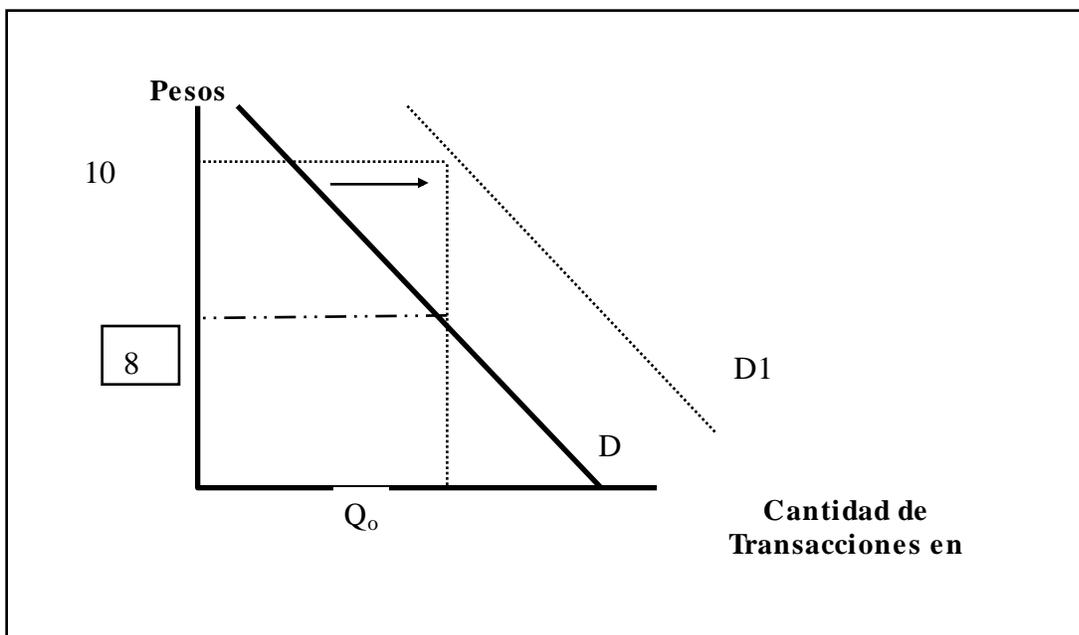
## ii) Tipo de cambio flexible

En este sistema se toma en cuenta la demanda y oferta de divisas y el tipo de cambio fluctúa libremente, sin la intervención del Banco Central.

De esta forma variaciones en la oferta o demanda de divisas afectarían directamente a la paridad del tipo de cambio, dejando inalterado el nivel de reservas internacionales, dada la no intervención del Banco Central. Si baja la demanda de dólares el peso mexicano se fortalecerá y se apreciará.

En el siguiente gráfica se observa como el juego de la oferta y la demanda de dólares determina la paridad cambiaria en un sistema de tipo de cambio flexible.

**GRÁFICO 21.2 Sistema de Cambio Flexible**



En el gráfico 21.2 se presenta un sistema de cambio flexible, en éste cuando aumenta la demanda de dólares, y en el caso extremo de que la oferta es rígida la oferta de divisas es una vertical que

índice la cantidad de divisas que el Banco de México ha dispuesto para transacciones, todo el efecto en el exceso de demanda se traduce en el aumento en la paridad cambiaria. Por ejemplo, en este escenario, si aumenta la demanda especulativa de dólares, el tipo de cambio pasa de 8 pesos por un dólar a 10 pesos. Y las reservas internacionales no se ven afectadas.

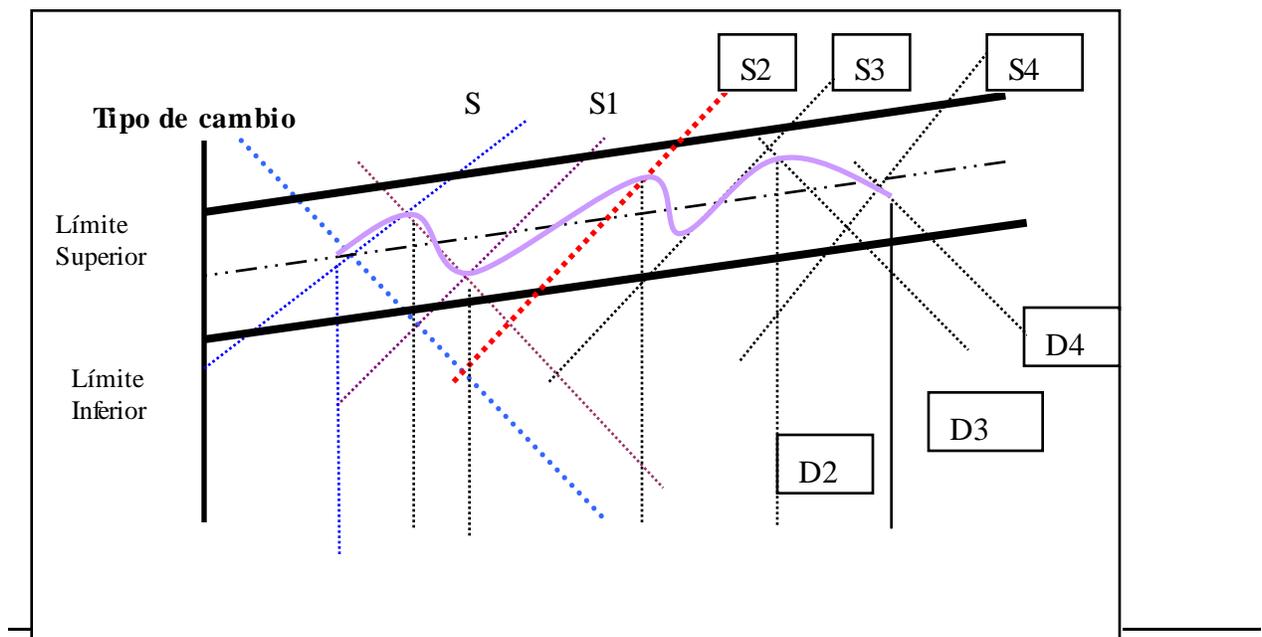
### iii) Régimen de banda cambiaria

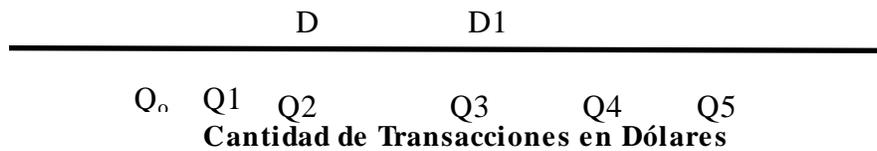
Este régimen se puede definir como una combinación de los dos anteriores. Cuando la moneda presenta síntomas de debilitamiento, pero no se desea la inestabilidad que significa un tipo de cambio perfectamente flexible, y tampoco se desea mermar las reservas internacionales, se opta por una banda cambiaria.

Se determina una trayectoria del tipo de cambio, en donde se fija una depreciación máxima de la moneda (límite superior de la banda), y por otro lado una tasa mínima de depreciación (límite inferior de la banda).

Dentro de la banda cambiaria el tipo de cambio fluctúa libremente en función de la oferta y demanda de divisas. Sin embargo, cuando el tipo de cambio llega a alcanzar algún límite de la banda, el Banco Central interviene comprando o vendiendo divisas. Este sistema se presenta en la gráfica siguiente:

GRÁFICA 21.3. Sistema de Banda Cambiaria.





En el gráfico 21.3 se presenta el sistema de tipo de cambio por bandas, se define una banda superior y otra inferior. En este esquema se espera que la demanda y la oferta de divisas se muevan entre esas bandas, de no ser así el Banco Central puede intervenir en el mercado para darle estabilidad. La fluctuación del tipo de cambio puede seguir, por ejemplo la trayectoria de la línea ondulada entre las bandas.

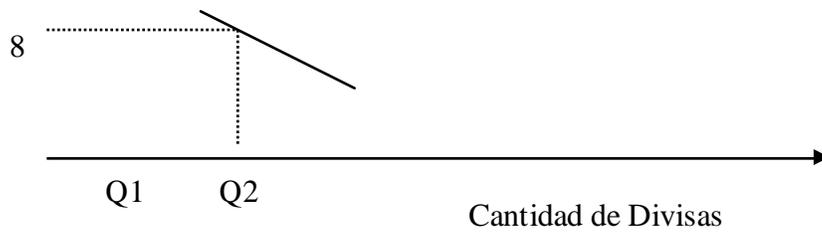
**iv) Tipo de cambio dual y múltiple**

Cuando no existen las suficiente reservas para mantener un tipo de cambio fijo, o una banda cambiaria y además se quiere evitar devaluar, se recurre entonces a la imposición de controles de cambios. Esto además de postergar la devaluación, modera la volatilidad y especulación en el mercado cambiario, imponiendo un tipo de cambio para ciertas transacciones y otro o más tipos de cambio para otras operaciones.

Un tipo de cambio elevado (moneda doméstica débil) normalmente se aplica a los flujos de capital y actividades turísticas. Un tipo de cambio más bajo (moneda doméstica fuerte), se aplica a la exportación de mercancías y créditos externos.

Gráfico 21.4. Sistema de Tipo de Cambio Múltiple (Dual)





En un sistema cambiario como se presenta en la gráfica 21.4 es dual pues la política monetaria ha definido un tipo de cambio más elevado para un grupo de demandantes que para otros. Por ejemplo, para la demanda de divisas por concepto de turismo se puede fijar una paridad de 10 pesos por dólar encareciendo los viajes al extranjero, y en cambio para las transacciones de insumos intermedios se puede definir un cambio de 8 pesos. Los tipos de cambio múltiples dependen de los objetivos de la política económica.

#### **21.4 Tipo de cambio real**

El tipo de cambio real es la relación del poder de compra de una moneda en términos de otra, usando como referencia un año base. Para calcular el tipo de cambio real se utilizan los índices de precios de las economías que se desean comparar. Por ejemplo para México, dada su relación con la economía de Estados Unidos, se utiliza el deflactor implícito del producto de cada una de esas economías. Con esto lo que se busca es eliminar del tipo de cambio el efecto nominal que generan la diferente trayectoria de precios de ambos países, y por tal razón se le conoce con el calificativo de “real”. La formula para calcular este tipo de cambio es: el tipo de cambio nominal pesos por dólar por el índice de precios de Estados Unidos sobre el índice de precios de la economía mexicana. En general, en esta formula se sustituye al índice de precios de Estados Unidos por un índice de precios ponderado  $P^*$  de una canasta de países que representan el comercio exterior del país en cuestión, como se muestra a continuación:

$$\text{TCR} = (\text{Tc}^* \cdot P^*) / P$$

Donde TCR es el tipo de cambio real,  $\text{Tc}^*$  es el tipo de cambio nominal,  $P^*$  es el deflactor implícito de la economía americana, y  $P$  es el deflactor implícito de la economía mexicana.

Cuando se habla de una apreciación del tipo de cambio real significa que la capacidad de compra del tipo de cambio ha aumentado, en el caso de una depreciación nos referimos que dicha capacidad de compra se ha reducido. En la siguiente gráfica se presenta la evolución del tipo de cambio real del peso con relación al dólar.

GRÁFICA 21.4



FUENTE: Elaboración propia con base a los indicadores económicos del B. de M.

En la gráfica 21.4 muestra la evolución histórica del tipo de cambio real calculado con base al año de 1993 igual a cien. Como se puede apreciar, este tipo de cambio muestra que la paridad esta casi en equilibrio. El efecto de la devaluación de 1994 que generó una subvaluación se ha venido perdiendo en los últimos años, por lo que la política cambiaria ahora ha de manejarse con mucho más cuidado con objeto de que no de sobrevalúe y genere expectativas devaluatorias.

Es importante mencionar que: a. el índice del tipo de cambio real que se acaba de presentar se ha construido a partir de la paridad del poder de compra de los consumidores, por lo que se tiene que tener presente las limitaciones que implica suponer que las capacidad de poder de compra de ambas economías sea comparable y de que su medida se también equiparable. Por otra parte, para calcular esta relación se requiere seleccionar un año base para que ambas series sean comparables, dentro de ciertos márgenes de confianza; b. Los indicadores que se han mencionado toman en cuenta fundamentalmente aspectos monetarios, los cuales son indispensables de ponderar por otros factores no monetarios, como son la productividad, o la importancia que tiene para un país tener concentrada gran parte de sus exportaciones en un producto, el petróleo. Por ejemplo, aunque una moneda pueda estar cercana a su valor de equilibrio, si se cae el precio del petróleo, y el componente petrolero del total de exportaciones es de 80%, esto alterará el tipo de

cambio como sucedió en México en los ochenta, sin que ello tenga que ver con buenas o malas decisiones de política monetaria interna. Por otra parte, las transacciones comerciales internacionales pueden fortalecer el tipo de cambio como ocurrió en el año 2001. A principios de dicho año, de acuerdo con la paridad del poder de compra el tipo de cambio se aproximaba a su nivel de equilibrio (como se puede ver en la gráfica anterior) y había fuertes expectativas de una devaluación, pero la venta del banco más grande de México Banamex Axival al grupo City Corp., por la cantidad de doce mil quinientos millones de dólares, generó expectativas de estabilidad y fortaleza que ha mantenido la estabilidad del tipo de cambio peso-dólar a pesar de la crisis en que ha caído la economía mexicana.

## 21.5 Las etapas del tipo de cambio en México 1980-1995

### Política Cambiaria 1980-1995

En México, la conducción de la política cambiaria en los últimos quince años ha distinguido principalmente cuatro diferentes etapas resultado de diversos factores económicos de orden internacional que en gran medida ejercieron influencia directa principalmente en el diseño de la política cambiaria mexicana.

Las diversas etapas por la que atravesó el tipo de cambio se condensan en breve en el siguiente cuadro.

ETAPAS	CRONOLOGÍA	CARACTERÍSTICAS
1a	Del año de 1982 a 1987	Deslizamiento frecuente, y un sistema dual
2a	A finales de 1988 y principios de 1989	tipo de cambio fijo
3a	Del 21 de mayo de 1990	Deslizamiento programado
4a	22 de mayo de 1990 al 22 de diciembre de 1994	Sistema de bandas cambiarias
5a	22 de diciembre de 1994 a nuestros días	Libre flotación del tipo de cambio

### Primera etapa

Por los efectos que tuvo la apertura comercial en la política cambiaria a partir de 1987, distinguimos como primera etapa un deslizamiento frecuente alternado por continuas devaluaciones como las registradas en el año de 1982, provocadas en gran medida por exceso de crédito interno, lo cual hizo conveniente la instauración de un sistema de cambio dual (fijo y controlado). En 1983 la depreciación del peso fue de trece centavos, incrementándose en el siguiente año a diecisiete centavos por día, este deslizamiento permaneció hasta el año de 1985 cuando se devaluó la moneda en 16.7% antes de abandonar este régimen en agosto del mismo año.

Las causas que provocaron las devaluaciones fueron de orden financiero y en gran medida por que la economía presentaba tasas de crecimiento de sus precios más altas que los precios externos<sup>1</sup> y por factores de ajuste estructural; destacando la línea de reorientación exportadora nacional, esto es, de ser altamente exportadora de petróleo a la concepción de un nuevo plan que consistió en estimular las exportaciones no petroleras, en esta etapa las manufacturas desempeñarían un papel principal.

Las devaluaciones continuarían en años posteriores en proporciones menores y para el lapso comprendido de 1986 a 1988 la crisis a nivel mundial en los precios de los energéticos y su impacto en economías en desarrollo altamente petrolizadas como el caso de México, implicó una política cambiaria que se caracterizaría por una flotación controlada que condujo a un ajuste diario del tipo de cambio para compensar los diferenciales de inflación México-Estados Unidos.

Para 1986 el peso se devaluó en casi 34% ante la pérdida de reservas provocada por la caída de los ingresos petroleros. En 1987 el ritmo de la depreciación de la moneda fue retrocediendo; en el mes de noviembre aumentaron las presiones sobre la moneda, derivadas del prepago de la deuda externa y del colapso bursátil; las cuales ocasionaron que el Banco Central se retirara del mercado libre de divisas, ubicando así una tasa de variación porcentual de 120.39% una de las más altas para esta fase. (Ver cuadro 21.2).

**CUADRO 21.2**

<b>COTIZACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO 1982-1989</b>		
<b>Años</b>	<b>Cotización peso-dólar</b>	<b>Variación % anual</b>
1982	0.057	133.25
1983	0.150	162.88
1984	0.185	23.22

<sup>1</sup>Mendoza Miguel A. "Política Cambiaria, Balanza Comercial y Determinación del Ingreso Manufacturero en México. Un modelo econométrico. 1960-1988". mayo de 1992 p 25.

1985	0.310	67.55
1986	0.638	105.59
1987	1.406	120.39
1988	2.290	62.87
1989	2.681	17.08

Fuente: Elaboración personal en base a Indicadores de Banxico (varios años)

Nota: La cotización es el promedio, en nuevos pesos por dólar.

## Segunda etapa

La política basada en el tipo de cambio fijo fue establecida a finales de febrero de 1988 y a principios de 1989. Éste se fijó originalmente en un peso por día, reduciéndolo paulatinamente a 80 centavos en 1990 y a 40 centavos por debajo de la tasa de inflación, sirviendo el tipo de cambio como un ancla antinflacionaria; esto es a partir de la idea de que un sistema de tipo de cambio fijo sólo se sostendría con un nivel de precios deprimido.

Sin embargo, la experiencia muestra que usar al tipo de cambio nominal como ancla del programa de estabilización, conduce de manera recurrente a una apreciación real del tipo de cambio y a que el ajuste diferencial de inflación interna y externa debe considerarse a largo plazo<sup>2</sup>.

## Política Cambiaría 1989-1995

En el periodo de estudio la conducción del tipo de cambio estuvo dirigida al manejo del tipo de cambio como instrumento de eliminación inercial inflacionario, como objetivo para garantizar que la política fiscal mantuviera una disciplina necesaria para sostener la regla cambiaría,<sup>3</sup> por lo que en la cuarta concertación de P.E.C.E, suscrita el 21 de mayo de 1990 se acordó una disminución del 20% en el ritmo de deslizamiento del tipo de cambio. Con ello el deslizamiento pasó de 1.00 (equivalente a una tasa anual de depreciación de 16%), en el año anterior a 0.80 ctvs diarios en promedio (11% anual). Este ajuste entró en vigor el 28 de mayo. Así la depreciación diaria y acumulada fue respectivamente de 40 ctvs en promedio y para fin de año 11%.

<sup>2</sup> Lustig, Nora. México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa. Comercio Exterior vol. 45 número 5, mayo de 1995. p 376.

<sup>3</sup> Ibídem

El siguiente año (1991), el diez de noviembre en la sexta concertación del P.E.C.E., el Banco de México determinó una reducción de 50% en el deslizamiento del tipo de cambio de 40 ctvs diarios (que se aplicaba desde el 12 de noviembre de 1990 y que representaba una tasa anual de 5%) a 20 ctvs diarios en promedio a partir del 11 de noviembre de 1991, esto representó una disminución en el deslizamiento de la moneda del 75% en un año.

El 11 de noviembre de 1991 en la cotización del dólar respecto al peso mexicano, se creó una diferencia entre el tipo de cambio bancario de venta y de compra que fue de 35 pesos. Como parte de esa reforma se decidió que tal diferencia correspondiente a las transacciones de menudeo con billetes, se fuera ampliando gradualmente hasta llegar a 60 pesos. Con este fin el tipo de cambio mínimo de compra no se movería entre el 11 de noviembre de 1991 y el 15 de marzo de 1992.

Esta medida tuvo dos razones:

a) Mayor flexibilidad para que los costos de las transacciones cambiarias se reflejaran en los tipos de cambio

b) Promoción al funcionamiento eficiente del mercado cambiario con menos intervención del Banco Central. De ser necesaria respondería a mantener cotizaciones de las instituciones de crédito para operaciones de contado (liquidables de 48 hrs.) dentro de la banda delimitada por los tipos de cambio máximo de venta y mínimo de compra correspondientes a cada día.

En este año se adopta un sistema de banda cambiaria, y en noviembre el control de cambios fue eliminado (a partir del 11 de noviembre) después de nueve años de presencia adoptándose un sistema de banda cambiaria<sup>4</sup> distinguiendo un límite inferior fijo "piso" y un límite superior móvil "techo", donde la moneda se depreciaría paulatinamente a una tasa constante, con un deslizamiento diario según los lineamientos de política cambiaria.

El límite superior funcionó a manera de evitar elevaciones erráticas del tipo de cambio que ocasionaran trastornos innecesarios, sobre todo por su impacto sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. El límite inferior sirvió para impedir que el peso se depreciara en demasía lo cual podía producir efectos negativos en la competitividad internacional de la economía. Al mantenerse el piso de la banda fijo, se evitaría que el tipo de cambio tuviese que subir forzosamente permitiendo cierta flexibilidad acotada por los límites de la banda.

---

<sup>4</sup>La creciente amplitud de la banda permitiría un mayor juego a las fuerzas del mercado, dando suficiente holgura al banco central para que en casos de contingencia vendería la menor cantidad posible de moneda extranjera y evitar así pérdidas de reservas internacionales.

La estrategia cambiaria por parte del Banco Central tuvo la intención de disminuir el deslizamiento, el que se ubicó en un marco de transición que conduciría gradualmente a la desaparición de la banda cambiaria y a la implantación de un sistema de tipo de cambio flexible dictaminado por el mercado de divisas.

Esto amplió la distancia entre precio de compra y precio de venta, la amplitud de la banda permitió fluctuaciones más grandes dentro de la banda, inhibiendo la especulación, debido a la existencia de riesgo de adquirir moneda extranjera cuando el tipo de cambio se ubica en el techo de la banda y venderla cuando la moneda esté en el piso, también con ello se evitaría la inversión volátil a plazos muy cortos.

La amplitud de la banda cambiaria propició mayor flexibilidad a la política monetaria en el que una ventaja más de este esquema fue que para el banco central, resultaba menos difícil el control de la base monetaria, implicando menor frecuencia de las intervenciones de éste, ya que la base monetaria se expande cuando la institución compra divisas y se contrae cuando las vende. La posición del Banco de México, fue que en caso de presentarse alguna presión devaluatoria las reservas no se utilizaban de inmediato para estabilizar la moneda dada la holgura de la banda, una vez que el límite superior de la banda evitaría de esta forma depreciaciones erráticas del tipo de cambio, las cuales impactarían negativamente sobre las expectativas inflacionarias, mientras que el límite inferior impedía una depreciación de la moneda.

La apreciación del tipo de cambio implicaba cierta vulnerabilidad en la estrategia económica y a que desde 1992 se destacaron riesgos de un bajo ahorro interno y un creciente financiamiento del déficit de cuenta corriente con volatilidad de capitales.

Diversos analistas recomendaron en varias ocasiones modificar la política cambiaria<sup>5</sup> insistiendo en dar una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal y evitar que continuara la apreciación real de la moneda mediante la ampliación de la banda cambiaria, esta medida implicaría una reducción del déficit en cuenta corriente por el efecto directo del encarecimiento del dólar así como su efecto en el ahorro privado. Esta recomendación fue atendida cuando en octubre de 1992 se modificó el régimen de deslizamiento del techo de la banda cambiaria de 0.0002 (de noviembre de 1991) a 0.0004 nuevos pesos diarios y el piso se mantuvo a 3.05212 nuevos pesos por dólar.

---

<sup>5</sup> Ver los siguientes autores: R. Dornbusch. y A. Werner "México: Estabilización, Reform and No Growth", Brookings Papers on Economic Activity, The Brookings Institution, Washington, 1994. Raúl Félix "Credibilidad y estabilización. El papel del tipo de cambio en la reducción de la inflación", Estudios económicos, vol.7, núm. 13, enero-julio de 1992, p.85-102.

Esta política probó ser insostenible y se abandonó poco después para adoptar un régimen basado en una tasa de flotación<sup>6</sup> en donde la depreciación del tipo de cambio en 1992 de 1% se incrementó de 3.0840 en 1991 a 3.1155 para 1992.

El año de 1993 significó un año importante en materia de política cambiaria y a que destacó sobre la base de la Ley del Banco de México, en el capítulo cuarto artículo 21, menciona la determinación de una Comisión de Cambios integrada por el Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, el gobernador del Banco de México y dos miembros de la junta de gobierno, encargada de regular la intervención en la fijación de la banda cambiaria y del deslizamiento del tipo de cambio, como resultado de la estrategia cambiaria.

En la segunda ratificación del P.E.C.E. el 3 de octubre del mismo año el deslizamiento promedio del límite superior “techo” se mantuvo a 0.0004 en donde el sistema cambiario (con un piso de 3.0512 nuevos pesos por dólar y un deslizamiento diario) no sufrió muchas modificaciones, hasta que la obstinación de mantener el tipo de cambio casi sin variaciones condujo a una apreciación artificial de la moneda sustentada por las reservas internacionales existentes.

El Instituto Central definió una regla de intervención al interior de los límites de la banda convenidos en el Pacto el cual consistió en evitar fluctuaciones violentas en el día de operaciones y en la última semana de octubre los indicadores bursátiles reflejaron incertidumbre de los inversionistas al proceso de ratificación del TLC provocando un comportamiento errático a la baja esto implicaría que el peso se depreciará en el mercado interbancario alcanzando por varios días el techo de la banda de intervención fijada por el Banco de México. El 9 de noviembre el Instituto Central anunció la siguiente modificación en la intervención en el mercado cambiario: elevación del techo de 3.1509 a 3.3042, resultando en 0.0050 nuevos pesos, inferior a la acordada en la segunda concertación, produciendo la ampliación de 4.9% respecto al nivel superior anterior de la banda interna del Banco de México. Para complementar esta medida se complementó un alza de las tasas de interés de forma ordenada, producto de la reducción de la liquidez producida por la compra de dólares.

El resto del año el tipo de cambio mostró una marcada estabilidad manteniéndose cercano al piso de la nueva banda interna de intervención del Banco de México y en la segunda semana de diciembre dejó de deslizarse el piso de la banda para quedar fijo en 3.1040.

---

<sup>6</sup> Banco de México, The Mexican Economy 1994: Economic and Financial Development in 1993, México, 1994 y Report on Monetary Policy: January 1995, México, 1995.

El régimen cambiario se sostuvo del 11 de noviembre de 1991 hasta el 31 de diciembre de 1994, como se puede apreciar en la gráfica 21.3, con diversas fluctuaciones bajo las diferentes etapas del Pacto de Estabilización y Crecimiento Económico, VI, VII y VIII y para las primeras semanas de diciembre se iniciaría el preludio devaluatorio elevando el Banco de México, el techo de la banda en 15.3% para devaluar el peso el día 22 del mismo mes.

Sin embargo, diversas presiones influirían sobre el peso durante 1994, de acuerdo al informe del Banco de México (1994), el mercado cambiario estuvo sujeto a presiones desde principios del año ejercidas por:

- Alza de las tasas de interés en los Estados Unidos, provocó que inversionistas desistieran de continuar canalizando recursos a México, produciendo la depreciación de la moneda dentro de la banda de flotación.
- Acontecimientos de orden político y delictivo impactaron fuerte y negativamente a los mercados.<sup>7</sup>
- El movimiento armado del E.Z.L.N. a principios del año y la reanudada hostilidad a principios de diciembre desencadenaron un clima de incertidumbre financiera.

Del 1° al 19 de diciembre de 1994 las presiones sobre la moneda se presentaron de forma intensa y para el día 20 del mismo mes se elevó el techo de la banda en 15.3%; sin embargo, éste fue rápidamente superado debido al surgimiento de ataques especulativos,<sup>8</sup> a partir del segundo trimestre de 1994<sup>9</sup> y el último del mismo año se realizó por parte del Banco de México una marcada intervención en los trimestres indicados, caracterizando el colapso del sistema cambiario, por lo que las autoridades del Banco Central optaron por la medida devaluatoria del 12.6 por ciento (dentro de la banda de flotación) para 1994 en su conjunto el peso se devaluó en 71% respecto a al dólar de los E.U.A.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> El Banco de México en su informe anual (1994) especifica que el día del asesinato de Luis Donaldo Colosio las reservas del Banco de México eran de 28,321 millones de dólares disminuyendo a casi 11,000 millones a treinta días posteriores al crimen. La TIPP se elevó de 10.93 a 21.25% situación que permitió una estabilización ascendiendo las reservas a 16,221 millones de dólares. El 24 de junio se esperaba la renuncia del Secretario de Gobernación hasta el 12 de junio el Banco de México tuvo que intervenir directamente el mercado. A mediados de noviembre las declaraciones del subprocurador Ruiz Massieu sobre el sistema político causaron una pérdida de reservas de 3,500 millones de dólares.

<sup>8</sup> Un ataque especulativo es la respuesta racional del mercado frente a inconsistencias previstas en políticas económicas. Ver Salant y Henderson (1978), Krugman (1979) y Flood y Garber (1984).

<sup>9</sup> El ataque especulativo que provocó la gran salida de reservas internacionales durante el segundo trimestre conduce a considerar la posibilidad de instrumentar variables dicotómicas para posteriores estimaciones de los modelos de exportaciones e importaciones en la presente investigación

<sup>10</sup> Banco de México Informe anual 1994 p 51

La medida devaluatoria implementada por el banco central tuvo su efecto inmediato en las reservas internacionales del país, ya que estimaciones de Banxico en su informe anual de 1994 señalan que en menos de un mes (del 24 de junio al 12 de julio) se estimaron operaciones en términos de reservas por un monto de 2.502 millones de dólares. Con esta medida se daría paso al régimen de flotación libre del tipo de cambio iniciado a partir del 22 de diciembre de ese mismo año.

El mecanismo en la conducción de la política cambiaria y el efecto post-devaluatorio conduce a considerar diversas opiniones referentes a las causas:

1) Nora Lustig<sup>11</sup> plantea como principales presiones devaluatorias;

- La vulnerabilidad del sistema financiero, como producto de un marco regulatorio deficiente y falta de transparencia y capacidad para hacer cumplir las normas y
- El aumento sistemático de Tesobonos debió haber constituido una señal de la falta de credibilidad en la política cambiaria y del riesgo que implicaba para el gobierno asumir las obligaciones a corto plazo indizadas al dólar.

2) Para Jeffrey Sachs, Aron Tornell y Andrés Velasco<sup>12</sup> la devaluación tuvo dos explicaciones:

- La devaluación fue esperada como parte intrínseca del pánico financiero sobre la deuda del gobierno, fue un shock. Este tipo de explicación de la devaluación está relacionada con un ataque especulativo en donde: las reservas salen del país por un exceso de crédito y eventualmente un shock ajusta las reservas restantes, manteniendo las reservas permitiendo una libre flotación.
- La crisis del peso fue inesperada ya que ambos eventos: la devaluación y el pánico financiero fueron separados -local y temporalmente- primero ocurrió la devaluación lo que provocó el pánico financiero.

3) Podemos considerar que el esquema devaluatorio de 1994 combinó bajos niveles de reservas internacionales y una creciente movilidad de flujos de capital, por lo que se optó por un régimen de flotación en donde la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno del instituto emisor.

---

<sup>11</sup> Lustig, Nora "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa." vol. 45 núm. 5 México mayo de 1995. p 377

<sup>12</sup> The collapse of the Mexican peso: what have we learned?. Economic Policy, num.12 A european Forum april 22,1996.

La turbulencia provocada en los mercados financieros a raíz de la devaluación implicó intranquilidad en inversionistas y una marcada actividad de certidumbre ya que el hecho de haberse incrementado el techo de la banda cambiaria en lugar de pasar a directamente a una flotación, tuvo un alto costo en términos de reservas; además la situación se agravó debido a que los inversionistas extranjeros comenzaron a temer que se pudiese declarar la inconvertibilidad del peso. Esto surgió cuando se estimó que las obligaciones del Banco de México en 1995 podían ser de alrededor de 50 000 millones de dólares y las reservas internacionales en poder del Banco de México eran alrededor de 6000 millones<sup>13</sup>

El colapso del peso implicó un paquete de apoyo financiero acompañado por acuerdos del gobierno mexicano en políticas encaminadas a desaparecer el temor del incumplimiento, las ventas de pánico y la propagación de crisis a otros mercados.<sup>14</sup> Por lo que la planeación y control en materia cambiaria se estructuró el manejo del crédito interno jugando un papel importante en la formulación de la política del Banco de México, constituyendo un ancla, que junto con el comportamiento del crédito externo del Banco Central, sujeta a la evolución de los precios. Al actuar sobre la base monetaria, el Banco Central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y a través de ello sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

En enero de 1995 el Banco de México anunció el Programa Monetario el cual se formuló con los puntos siguientes:

- 1) Límite de 10 mil millones de pesos del crédito interno neto del instituto central.
- 2) El crédito interno neto se definiría como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. Por su parte la reserva internacional se determinó conforme a la normatividad que rige la institución, señalando que los pasivos del Banco Central derivados con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva.
- 3) El crédito del Banco Central, se manejaría cotidianamente a manera de que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de la base monetaria esperada cada día; este indicador podía modificarse en función de la evolución de diversos indicadores entre ellos:
  - a) La evolución de la base se manejaría en relación con su trayectoria deseable
  - b) La evolución del tipo de cambio.

---

<sup>13</sup> Lustig, Nora "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa." vol. 45 núm.5 México mayo de 1995. p 381

<sup>14</sup> Ver. La evolución de la crisis del peso mexicano parte II. FMI 1996.

- c) Las divergencia entre inflación esperada y observada.
- d) Resultado de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.
- e) La trayectoria de otros factores, tales como las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.

### **Ataques especulativos**

Los ataques especulativos sobre el tipo de cambio provienen de que los datos sobre las principales variables económicas no son consistentes con el discurso oficial. Los inversionistas con base a la información del deterioro de algunas variables asumen que hay incertidumbre sobre el futuro del tipo de cambio y deciden realizar grandes demandas de divisas precipitando la devaluación.

Se puede decir que un ataque especulativo sobre un tipo de cambio fijo o controlado, es el resultado de una reestructuración rápida de portafolios en los cuales los participantes en el mercado tratan de persuadir o prevenir las pérdidas consideradas por el régimen<sup>15</sup> del tipo de cambio. Los economistas han considerado que un ataque especulativo es la respuesta racional de los mercados a través de las inconsistencias en las políticas económicas.<sup>16</sup>

Según estos analistas, un país que trata de mantener un tipo de cambio fijo usando una cantidad limitada de reservas y ofrecer otros objetivos de prioridad como pueden ser los de baja inflación, resultan ser muchas veces inconsistentes con el tipo de cambio fijo. En este momento los participantes del mercado privado -llamados especuladores- quienes reconocen la inconsistencia de la política y la limitada disponibilidad de las reservas, comprenden que el tipo de cambio fijo no puede ser sostenido. En el conocimiento de la inconsistencia de las políticas los participantes del mercado anticipan sus ganancias y pérdidas cambiarias y realizan grandes transacciones cambiarias causando el colapso de la moneda local.

---

<sup>15</sup> La tasa de cambio esta definida como el precio corriente doméstico de corrientes extranjeras.

<sup>16</sup>Ver Salant y Henderson (1978), Krugman (1979) y Flood y Garber(1984).

## RESUMEN Y CONCLUSIONES:

En este capítulo estudiamos los elementos teóricos del tipo de cambio, sus diferentes regímenes, y de la política cambiaria aplicada en nuestro país en los últimos años.

El tipo de cambio del peso en términos del dólar es el precio del peso mexicano que tienen que pagar los poseedores de dólares por un peso. El tipo de cambio del dólar en términos de pesos, es la cantidad de pesos que tiene que pagar el tenedor de pesos por un dólar. El tipo de cambio de dólar desde 1998 se ha mantenido entre 9 y 10 pesos por dólar. Después de muchos años de inestabilidad cambiaria es remarcable el hecho de que en los últimos cuatro años el tipo de cambio se ha mantenido en su valor nominal.

El valor nominal o de mercado de una moneda es la cantidad que de otra se entrega por obtener una unidad de la primera. Con objeto de aproximarnos a las relaciones reales entre dos monedas, se estudió el tipo de cambio real, el cual tiene como fin eliminar el efecto de la diferencia entre el cambio de precios de las economías en estudio. El tipo de cambio así obtenido, se le llama real o de paridad de poder de compra.

La devaluación del peso mexicano en diciembre de 1995, llevó al tipo de cambio real a su nivel máximo de subvaluación (valor inferior al de equilibrio) de los últimos años, lo cual significó que el poder de compra de los extranjeros era mayor a aquel correspondiente a la paridad del poder de compra. Esto estimuló las exportaciones nacionales y la dinámica interna. Sin embargo, tasas de crecimiento de la inflación que han superado la variación del tipo de cambio nominal, que en promedio se ha mantenido constante en los últimos cuatro años, y una política que prioriza la estabilización de precios han dado lugar a la reducción de la subvaluación mencionada, o pérdida de competitividad del tipo de cambio. Como lo hemos podido constatar en este capítulo, el tipo de cambio real se encuentra alrededor de su nivel de equilibrio.

Los hacedores de la política cambiaria han elegido un sistema cambiario flexible, donde el mercado, la oferta y la demanda de dólares fija su nivel o precio. Lo que como hemos visto protege las reservas internacionales, las cuales llegarán a finales del 2000 a niveles no antes visto. La estabilidad del tipo de cambio con este tipo de régimen muestra la confianza de los agentes económicos nacionales e internacionales sobre la economía nacional.

Este sistema ha mostrado su funcionalidad para la economía mexicana, sin embargo, presenta, como en general todos los regímenes cambiarios una debilidad ante los ataques especulativos. Estos, son movimientos de capitales altamente sensibles a las expectativas que los inversionistas tengan sobre la economía nacional, la internacional, y muestran la confianza sobre como un gobierno maneja su política fiscal y monetaria, por lo que la política económica y la marcha de la economía en general esta en gran medida en función de las expectativas de dichos agentes.

## **CONCEPTOS BÁSICOS**

Política Cambiaria  
Tipo de Cambio  
Oferta monetaria  
Banda cambiaria  
Sistema cambiario  
Devaluación  
Tipo de cambio real

## **CUESTIONARIO**

1. ¿Qué es el tipo de cambio y cuáles son sus principales funciones?
2. ¿Cuál es la principal función del tipo de cambio fijo?
3. ¿En qué consiste un régimen de bandas cambiarias?
4. ¿En qué consiste el tipo de cambio dual y múltiple?
5. ¿Qué se considera un tipo de cambio real?
6. ¿Cómo funciona el tipo de cambio nominal?
7. ¿Qué es un ataque especulativo?
8. - ¿Cuál es la función de la Banca Central?