

TERCERA SECCIÓN

POLÍTICA CAMBIARIA PARA LA COMPETITIVIDAD,
EL CRECIMIENTO Y LA ESTABILIDAD

POLÍTICA MONETARIA, TIPO DE CAMBIO Y COMPETITIVIDAD COMERCIAL EN MÉXICO

CARLOS ENCINAS FERRER*

Una entrada de capital crea un déficit comercial al apreciar el tipo de cambio real, haciendo que sus bienes y servicios sean menos competitivos. Y debido a que los mercados de bienes y servicios siguen estando imperfectamente integrados —la mayor parte del PIB no es comerciable en absoluto— se necesitan grandes señales, grandes movimientos en el tipo de cambio real, para causar cambios significativos en el saldo de la cuenta corriente.

Paul Krugman (2017).

INTRODUCCIÓN

En el año 2011 el Consejo Nacional de Universitarios por una Nueva Estrategia de Desarrollo (CNU) inició la publicación, bajo el sello de Juan Pablos Editor, de la magna obra *Análisis estratégico para el desarrollo*, compuesta por 18 tomos que cubren prácticamente todas las áreas del conocimiento necesarias para entender a México en los inicios del presente siglo.

En aquella colección los miembros del CNU no nos limitamos únicamente a presentar los grandes problemas nacionales del siglo XXI, replicando en cierta medida lo que Andrés Molina Enríquez hizo en 1909 con su extraordinaria obra *Los grandes problemas nacionales*, sino que también señalamos, al igual que cien años antes lo hiciera Molina, las propuestas de solución necesarias, a nuestro juicio, para resolverlos desde cada una de nuestras ramas del conocimiento y especialidades.

En el año 2015 volvimos a reunirnos con el objeto de generar y dar a conocer un manifiesto en el que señaláramos nuestra preocupación y crítica profunda por la falta de atención que desde el gobierno en turno se dio a obra

* Universidad del Valle de Atemajac, Campus León.

tan valiosa. En dicho manifiesto expresamos que incluso muchas de las medidas adoptadas por el Ejecutivo en turno fueron claramente contrarias a la mayoría de nuestras propuestas y en otros casos, deformadas.

En el capítulo que escribí desde el ámbito de mi especialidad para aquella obra (Encinas, 2012:153-169) profundicé en escritos míos previos sobre el tema del tipo de cambio. En el actual, que tiene el lector ante su vista, me centro en analizar la forma en que la política monetaria seguida por nuestras autoridades ha propiciado que el peso mexicano se haya mantenido en niveles de sobrevaluación y lo que ello ha significado para la falta de competitividad de la planta productiva nacional.

Este tema ya lo había abordado en un artículo previo en el que buscaba conocer cuáles eran las variables que impactaban, desde la oferta y la demanda, al mercado cambiario en el que se fijaba el tipo de cambio de nuestra moneda (Encinas, 2013:170-209). En aquel escrito encontré que la sobrevaluación de nuestra moneda, como fenómeno dominante, estaba relacionada con una política monetaria de tasas de interés elevadas.

Si consideramos sólo los periodos fuera de las crisis de 1994 y 2008, en los cuales nuestra moneda ha estado subvaluada pero no como parte de una política monetaria establecida por nuestras autoridades, sino arrastrada por una situación financiera y de demanda agregada ajena a ellas, nuestra moneda muestra un promedio de sobrevaluación de alrededor de 15 por ciento.

Para entender lo que lo anterior significa imaginemos dos empresas similares, una en el país A y otra en el país B. La capacidad productiva de ambas es semejante, la eficiencia productiva de las dos es igual y sus precios internos, por lo tanto, también lo son. La única diferencia entre ambas es que la moneda del país A se encuentra 15% sobrevaluada respecto a la de B. Si la empresa del país A tratara de exportar al otro país se encontraría con que tendría que hacerlo con un precio 15% más caro que la empresa del país B y este sólo sería la mitad del problema. La empresa del país B podría vender en el país A un 15% más barato.

La empresa de A no solamente estaría imposibilitada de exportar a B, sino que además no podría competir en su propio país con las importaciones de B.

Una política monetaria que favorece la sobrevaluación de la moneda local la podemos llamar política antiindustrial de subsidio negativo. No se perjudica a las transnacionales, pero sí a la industria nacional.

Hace unos años escribía:

Lo anterior es importante pues la competitividad comercial de un país se ve afectada en sentido negativo cuando una moneda se encuentra sobrevaluada

ya que las mercancías que esa nación produce se encarecerán a la par que lo haga su moneda doméstica y en proporción al grado de integración nacional de su oferta exportable. Este impacto negativo es doble pues no sólo afecta la competitividad de sus exportaciones sino también su competitividad ante la producción internacional que como importaciones enfrenta dentro de su mercado doméstico (Encinas, 2013:170-209).

Una moneda sobrevaluada estará siempre expuesta a presiones devaluatorias que solamente podrán enfrentarse ya sea con una caída de las reservas internacionales, tal y como sucedió en 1994, o mediante un mecanismo real de flotación que permita una depreciación constante durante un periodo determinado.

Lo sucedido con el tipo de cambio de nuestra moneda a partir de la caída del precio internacional de petróleo en los años 2015 y 2016, me ha llevado a ampliar el estudio de la segunda opción señalada en el párrafo anterior: depreciación del tipo de cambio sin caída de reservas internacionales de divisas.

TIPO DE CAMBIO

México mantuvo un tipo de cambio fijo de 12.50 pesos por un dólar desde 1954 hasta 1976, ello dentro del patrón del sistema establecido en Bretton Woods (Krugman, Obstfeld y Melitz, 2012). Durante los primeros 15 años los diferenciales de inflación entre Estados Unidos y México fueron pequeños, lo cual permitió el mantenimiento de esta paridad. Sin embargo, a partir de 1970 la inflación en México aumentó más que en el país vecino como resultado de las políticas fiscales y monetarias expansivas que el gobierno de Luis Echeverría implementó y en 1976 el peso sufrió su primera gran devaluación. A partir de este último año el tipo de cambio volvió a fijarse en un margen de 19 a 20 pesos por dólar, que pudo sostenerse gracias, sobre todo, a las grandes exportaciones petroleras y a un elevado endeudamiento internacional que en 1982 dio pie a la gran crisis de la deuda externa, que estuvo propiciada y acompañada de una gran caída del precio internacional del petróleo. A partir de ese año las devaluaciones fueron constantes y entre 1982 y 1988 el tipo de cambio pasó de 20 pesos a 2 200 pesos por dólar, lo que propició en México una elevada dolarización de activos monetarios y financieros (Encinas, 2005).

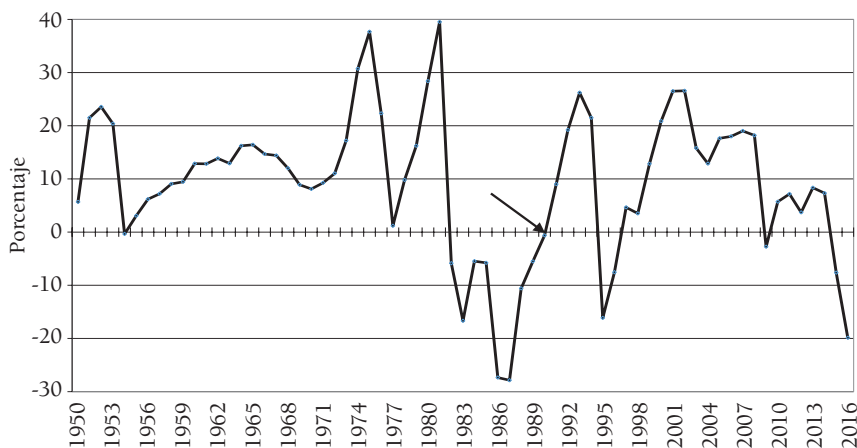
Durante varios años he calculado el tipo de cambio real del peso mexicano frente al dólar estadounidense, de acuerdo con la paridad del poder adquisitivo relativa (PPArel). En la gráfica 1 observamos su evolución y se

entenderá la razón por la que posteriormente escogí 1990 como año base para el cálculo de tipo de cambio real efectivo (TCRE) de 1990 a 2017.

En 1990 nuestra moneda venía recuperándose de una fuerte subvaluación que en 1987 alcanzó -27.85%. Como observamos en la gráfica 1, en el año 1990 el tipo de cambio real peso/dólar se encontraba prácticamente en el nivel cero (-0.0061). Es importante apuntar que durante los 67 años que abarca esta serie, el peso mexicano ha estado sobrevaluado en promedio 9.22 por ciento.

Aunque se le han puesto “peros” al cálculo de la PPA por considerar que la canasta de productos incluidos en la estimación del índice de precios al consumidor, así como la ponderación de los mismos, varía de país a país, la realidad es que sigue siendo un método bastante eficiente para calcular el grado de sobre o subvaluación de una moneda.

GRÁFICA 1
TIPO DE CAMBIO PESO-DÓLAR SEGÚN LA PPA REL.
SOBRE Y SUBVALUACIÓN (1950-2016)

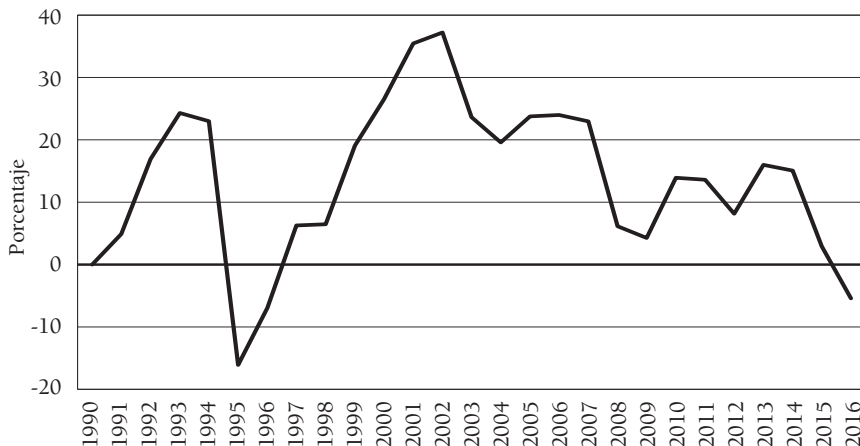


FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, INEGI y Bureau of Labor Statistics.

Por otra parte, considero que, al utilizarla para derivar su valor a partir de una canasta de socios comerciales, aquellas diferencias se compensan al diluirlas entre un número mayor de países.

En la gráfica 2 presento, actualizada al año 2016, la evolución del tipo de cambio del peso mexicano basándome en la metodología del “tipo de cambio real efectivo”, pero modificada a través de la PPArel, la que he llamado “tipo de cambio real PPA” (TCRPPA), método que utilicé por primera vez en la primera colección del CNU, en 2012, ya mencionada.

GRÁFICA 2
SOBREVALUACIÓN DEL PESO SEGÚN TCRPPA



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, INEGI, Banco Mundial, Fondo Monetario Internacional y PWT 9.0.

Las tablas de las que se deriva la gráfica 2 son las que permiten calcular el tipo de cambio efectivo (TCE) y el tipo de cambio real efectivo (TCRE) (Appleyard y Field Jr., 1995), y aquélla otra de la que se deriva el tipo de cambio real según la paridad del poder adquisitivo relativa TCRPPA (Encinas, 2012:153-169) y que muestro a continuación.

De acuerdo con mis cálculos, durante los 27 años estudiados, nuestra moneda ha estado sobrevaluada 13.5% en promedio o lo que es lo mismo, los bienes y servicios producidos en nuestro país han estado un 13.5 más caros que los productos extranjeros similares.

El Banco de México ha calculado también el índice del tipo de cambio real del peso mexicano con precios al consumidor, respecto a 49 países, ponderados con comercio (disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CR184&locale=es>>, consultado el 15 de abril de 2017). En la gráfica 3 observamos las diferencias entre mis cálculos y los del Banco de México anualizados.

Como se observa, ambas estimaciones arrojan resultados muy similares. Las diferencias seguramente se deben al distinto número de socios comerciales considerados en ambas estimaciones.

En el cálculo del Banco de México se ve representado prácticamente 98% de todo nuestro comercio, equilibrando el déficit y superávit de nuestra balanza comercial. Mi cálculo, por incluir solamente a los 22 países con los

TABLA I
TIPO DE CAMBIO EFECTIVO (TCE)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>País</i>	<i>R1990</i>	<i>R2016</i>	<i>Ríndice 2016</i>	<i>Exportaciones de México</i>	<i>Importaciones de México</i>	<i>Comercio total</i>	<i>wi</i>	<i>TCE</i>
Estados Unidos	2.8126	18.93574	6.7325	302 654 482	179 582 718	482 237 200	0.6778	4.5630
China	0.5880	2.83219	4.8165	5 407 388	69 520 664	74 928 052	0.1053	0.5072
Canadá	2.4106	14.40772	5.9769	10 427 019	9 631 519	20 058 538	0.0282	0.1685
Japón	0.0194	0.17487	9.0025	3 770 974	17 751 100	21 522 074	0.0302	0.2723
Alemania	3.4046	20.86879	6.1295	3 951 004	13 877 969	17 828 973	0.0251	0.1536
Corea del Sur	3.9739	16.38481	4.1231	2 502 890	13 618 923	16 121 813	0.0227	0.0934
Brasil	5.2793	5.64121	1.0686	3 055 998	4 732 832	7 788 830	0.0109	0.0117
España	4.5910	20.86879	4.5456	3 280 552	4 455 977	7 736 529	0.0109	0.0494
Taiwán	0.1046	0.59151	5.6551	246 317	6 836 845	7 083 162	0.0100	0.0563
Malasia	1.0398	4.54932	4.3751	448 017	8 161 206	8 609 223	0.0121	0.0529
Países Bajos	3.4038	20.86879	6.1310	1 637 010	1 949 683	3 586 693	0.0050	0.0309
Italia	4.5455	20.86879	4.5911	1 599 957	5 291 287	6 891 244	0.0097	0.0445

TABLA I (CONTINUACIÓN)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>País</i>	<i>R1990</i>	<i>R2016</i>	<i>Ríndice 2016</i>	<i>Exportaciones de México</i>	<i>Importaciones de México</i>	<i>Comercio total</i>	<i>wi</i>	<i>TCE</i>
Colombia	5.6028	6.29068	1.1228	3 066 289	1 097 870	4 164 159	0.0059	0.0066
Chile	0.0092	0.02836	3.0739	1 744 712	1 335 444	3 080 156	0.0043	0.0133
Reino Unido	4.9942	25.14425	5.0347	3 231 899	2 128 174	5 360 073	0.0075	0.0379
Francia	3.3882	20.86879	6.1593	2 004 123	3 728 947	5 733 070	0.0081	0.0496
Argentina	5.7684	1.24966	0.2166	1 408 662	896 800	2 305 462	0.0032	0.0007
Tailandia	0.1099	0.53813	4.8952	497 020	5 427 438	5 924 458	0.0083	0.0408
India	0.1607	0.28160	1.7525	2 055 814	4 285 918	6 341 732	0.0089	0.0156
Costa Rica	0.0307	0.03452	1.1240	915 461	391 070	1 306 531	0.0018	0.0021
Venezuela	60.2700	1.98417	0.0329	600 262	173 553	773 815	0.0011	0.0000
Singapur	1.5518	13.69846	8.8277	850 583	1 278 848	2 129 431	0.0030	0.0264
Total				355 356 433	356 154 785	711 511 218	1.0000	6.1968

FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, PWT 9.0 y diversas fuentes.

TABLA 2
TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO (TCRE)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>País</i>	<i>IPC 1990</i>	<i>IPC 2016</i>	<i>TCR 2016</i>	<i>Índice TCR 1990</i>	<i>R 2016</i>	<i>R 1990*</i>	<i>wi</i>	<i>Índice TCRE 2016</i>
Estados Unidos	100	185.17	3.3392	1.1872	15.27447	2.8126	0.6778	0.8047
China	100	289.23	0.7801	1.3267	2.45591	0.5880	0.1053	0.1397
Canadá	100	163.98	2.2501	0.9334	12.23995	2.4106	0.0282	0.0263
Japón	100	109.96	0.0183	0.9428	0.12678	0.0194	0.0302	0.0285
Alemania	100	160.25	3.1849	0.9355	16.93967	3.4046	0.0251	0.0234
Corea del Sur	100	249.91	3.8997	0.9813	13.89289	3.9739	0.0227	0.0222
Brasil	100	666.27	3.5795	0.6780	5.09734	5.2793	0.0109	0.0074
España	100	208.56	4.1451	0.9029	16.93967	4.5910	0.0109	0.0098
Taiwán	100	151.17	0.0852	0.8142	0.49083	0.1046	0.0100	0.0081
Malasia	100	202.86	0.8789	0.8452	4.17825	1.0398	0.0121	0.0102
Países Bajos	100	170.75	3.3936	0.9970	16.93967	3.4038	0.0050	0.0050
Italia	100	192.74	3.8307	0.8427	16.93967	4.5455	0.0097	0.0082

TABLA 2 (CONTINUACIÓN)

1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>País</i>	<i>IPC 1990</i>	<i>IPC 2016</i>	<i>TCR 2016</i>	<i>Índice TCR 1990</i>	<i>R 2016</i>	<i>R 1990*</i>	<i>wi</i>	<i>Índice TCRE 2016</i>
Colombia	100	1323.05	7.9264	1.4147	6.11799	5.6028	0.0059	0.0083
Chile	100	403.11	0.0109	1.1801	0.02448	0.0092	0.0043	0.0051
Reino Unido	100	182.00	4.3584	0.8727	23.34120	4.9942	0.0075	0.0066
Francia	100	149.21	2.9655	0.8752	16.93967	3.3882	0.0081	0.0071
Argentina	100	7640.95	9.0937	1.5765	1.72376	5.7684	0.0032	0.0051
Tailandia	100	222.49	0.1140	1.0372	0.46263	0.1099	0.0083	0.0086
India	100	664.14	0.1781	1.1085	0.24316	0.1607	0.0089	0.0099
Costa Rica	100	1418.92	0.0467	1.5189	0.02850	0.0307	0.0018	0.0028
Venezuela	100	1842631.17	3481.9323	57.7722	2.42711	60.2700	0.0011	0.0628
Singapur	100	158.40	2.0664	1.3317	11.30214	1.5518	0.0030	0.0040
México	100	1050.02					1.0000	1.1443

FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México, Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, PWT 9.0 y diversas fuentes.

TABLA 3
TIPO DE CAMBIO REAL SEGÚN PPAREL (TCRPPA)

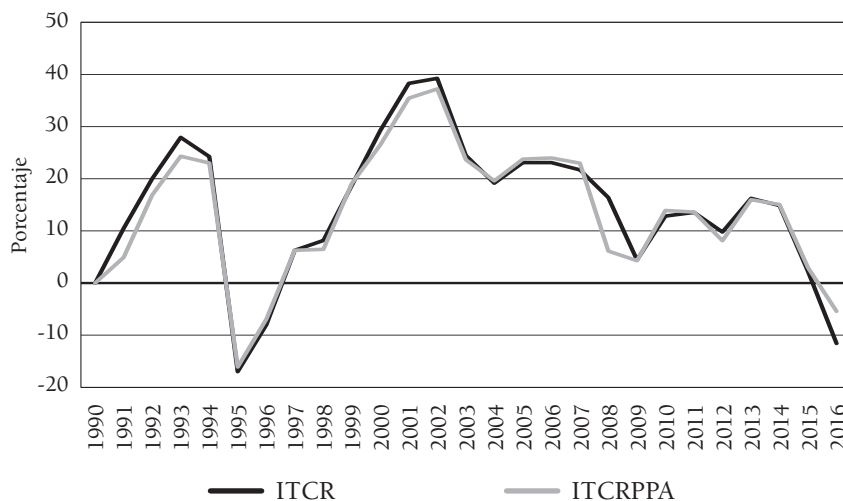
1	2	3	4	5	6	7
<i>País</i>	R1990	R2016	PPAREL	<i>Sobre o subvaluación</i>	<i>Sobre-subvaluación ponderada</i>	R2016 según PPAREL
Estados Unidos	2.8126	18.71930	15.9493	-0.1480	-0.1003	16.8419
China	0.5880	2.45591	2.1347	-0.1308	-0.0138	2.4221
Canadá	2.4106	12.23995	15.4354	0.2611	0.0074	12.3300
Japón	0.0194	0.12678	0.1855	0.4631	0.0140	0.1286
Alemania	3.4046	16.93967	22.3083	0.3169	0.0079	17.0742
Corea del Sur	3.9739	13.89289	16.6967	0.2018	0.0046	13.9564
Brasil	5.2793	5.09734	8.3200	0.6322	0.0069	5.1326
España	4.5910	16.93967	23.1134	0.3645	0.0040	17.0068
Taiwán	0.1046	0.49083	0.7265	0.4802	0.0048	0.4932
Malasia	1.0398	4.17825	5.3823	0.2882	0.0035	4.1928
Países Bajos	3.4038	16.93967	20.9319	0.2357	0.0012	16.9598
Italia	4.5455	16.93967	24.7630	0.4618	0.0045	17.0154

TABLA 3 (CONTINUACIÓN)

1	2	3	4	5	6	7
<i>País</i>	<i>R1990</i>	<i>R2016</i>	<i>PPArel</i>	<i>Sobre o subvaluación</i>	<i>Sobre-sub valuación ponderada</i>	<i>R2016 según PPArel</i>
Colombia	5.6028	6.11799	4.4466	-0.2732	-0.0016	6.1082
Chile	0.0092	0.02448	0.0240	-0.0185	-0.0001	0.0245
Reino Unido	4.9942	23.34120	28.8122	0.2344	0.0018	23.3824
Francia	3.3882	16.93967	23.8434	0.4075	0.0033	16.9953
Argentina	5.7684	1.72376	0.7927	-0.5401	-0.0018	1.7207
Tailandia	0.1099	0.46263	0.5188	0.1214	0.0010	0.4631
India	0.1607	0.24316	0.2541	0.0448	0.0004	0.2433
Costa Rica	0.0307	0.02850	0.0227	-0.2026	-0.0004	0.0285
Venezuela	60.2700	2.42711	0.0343	-0.9858	-0.0011	2.4245
Singapur	1.5518	11.30214	10.2865	-0.0899	-0.0003	11.2991
Total					-0.0541	17.9122

FUENTE: elaboración propia con los datos de las tablas 1 y 2.

GRÁFICA 3
COMPARACIÓN ENTRE EL ITCR DEL BANCO DE MÉXICO Y MI TCRPP



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y las fuentes ya mencionadas.

que más comerciamos, deja fuera a socios menores pero que tienen un peso mayor en nuestro déficit comercial.

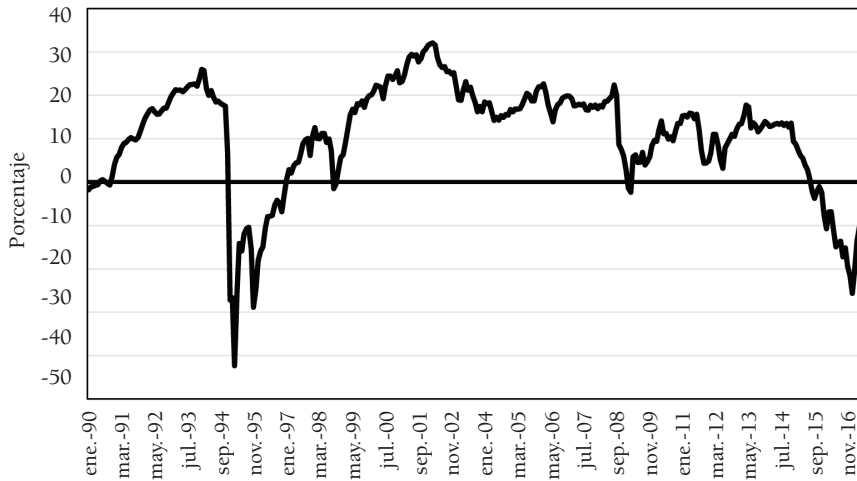
Dado que el Banco de México realiza sus cálculos mensualmente, podemos observar en la gráfica 4 con mayor detalle y mayor frecuencia el comportamiento del tipo de cambio real ponderado.

En la gráfica 5 observamos el comportamiento de la balanza comercial no petrolera y la sobre o subvaluación de nuestra moneda mes por mes. Hemos dejado fuera la balanza petrolera por no depender ésta de la sobre o subvaluación de nuestra moneda

Desde 1994, año en el que el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) entra en vigor, y hasta 1998, la correlación entre sobrevaluación y tipo de cambio fue de 0.8041. Desde 1999 hasta agosto de 2002 la misma disminuye a 0.4486. De 2003 a agosto de 2017, la correlación se reduce drásticamente entre ambas variables, volviéndose negativa, -0.1847. En esos últimos años las exportaciones mexicanas de manufacturas se elevan y pasan de representar 72.6% del total exportado en enero de 1993, a 90.85% en agosto de 2017.

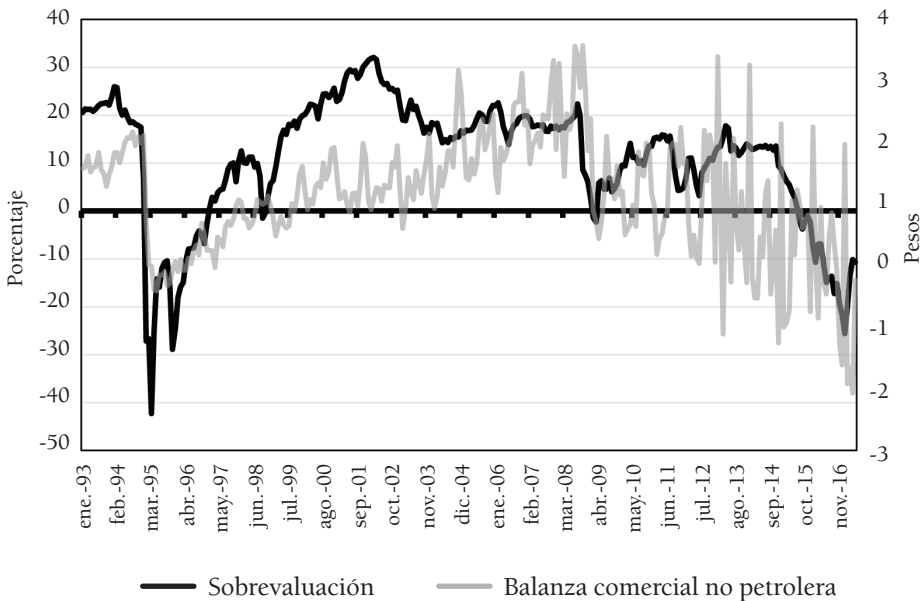
La marcada disminución en el coeficiente de correlación entre las dos variables estudiadas, durante este periodo puede deberse a las características del que llamo “comercio intratransnacional”, diferente al “intraindustrial”. ¿A qué características me refiero? En el comercio intratransnacional una gran parte de las operaciones de la transnacional se realizan adminis-

GRÁFICA 4
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL RERI



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRAFICA 5
RELACIÓN ENTRE BALANZA NO PETROLERA DE MÉXICO
Y EL TIPO DE CAMBIO REAL



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

trativa y financieramente como interiores a la empresa, de tal manera que los movimientos de insumos y partes semielaboradas se contemplan como realizados entre sus departamentos, no como importaciones y exportaciones entre países. Por otra parte, toda la planeación y contabilidad de la empresa transnacional se maneja en dólares, así como los precios de los insumos y del producto final, por lo que el tipo de cambio no es relevante y menos si el mismo se encuentra sobre o subvaluado.

LA DEPRECIACIÓN DEL PESO: 2013-2017

La administración de Enrique Peña Nieto comienza su gestión con una paridad que oscila alrededor de los 13 pesos por dólar y que se mantiene hasta septiembre del 2014. A partir del 17 de septiembre se presenta una continua depreciación de nuestra moneda en el mercado cambiario que coincidió con la caída del precio del petróleo en el mercado internacional, y que tuvo su mayor nivel el 19 de enero de 2017, fecha en la que llega a 21.94 pesos por dólar estadounidense (Dólar FIX, dólar promedio en transacciones al mayoreo, calculado diariamente por el Banco de México, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>>).

Como podemos observar en la gráfica 6, la depreciación se acelera en noviembre de 2014 y a partir de ese momento se mueve siguiendo una tendencia ascendente clara cuyos orígenes comenzamos entonces a buscar.

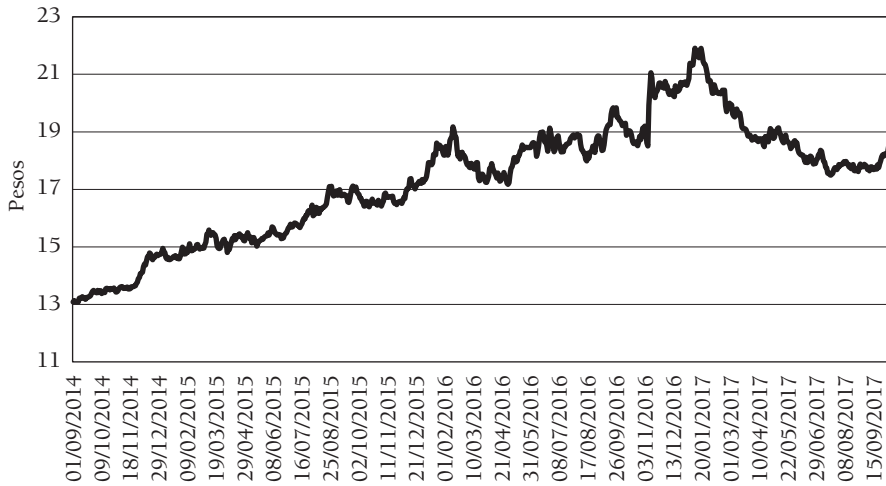
A partir del 20 de junio de 2014 el precio internacional del barril de petróleo inicia su caída después de haberse mantenido alrededor de 100 dólares por un periodo largo. El 20 de enero de 2016 la llamada mezcla mexicana de exportación¹ alcanza su precio más bajo, 18.90 dólares por barril.

La caída del precio internacional afectó a México en mayor proporción debido a que la producción mexicana de petróleo, además de reducirse por la falta de reinversión en Pemex, lo hizo aún más en el caso del petróleo superligero conforme se había ido agotando el yacimiento de Cantarell en la Sonda de Campeche. Con ello, el precio de la mezcla mexicana cayó en mayor proporción que el precio internacional del petróleo Brent y West Texas.

Llama la atención que siendo tan clara la tendencia de la caída del precio del petróleo desde mayo de 2013, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) programara un precio del barril de mezcla mexicana tan alto en su presupuesto de 2015 (78 dólares por barril) sin tomar en considera-

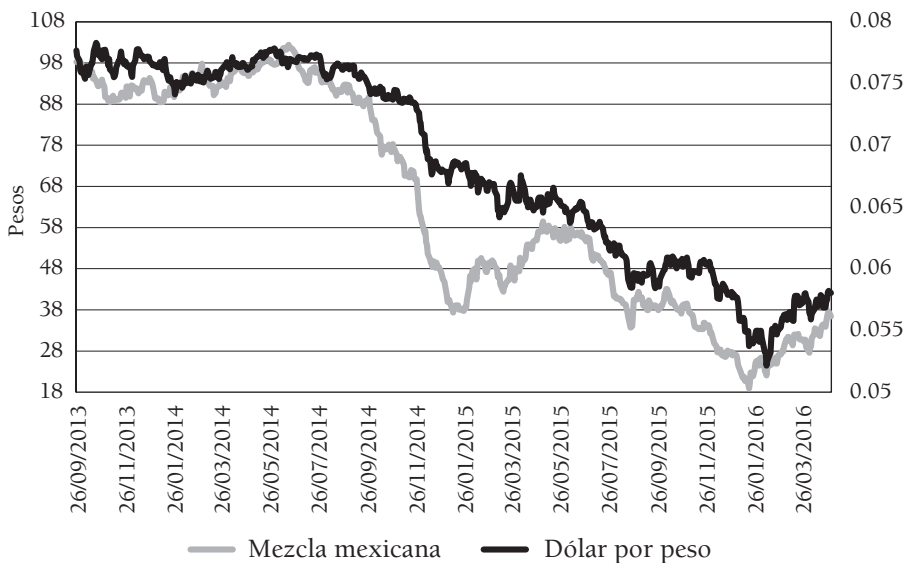
¹ Esta mezcla está conformada por la proporción que en nuestras exportaciones ocupan cada uno de los tres tipos de petróleo que producimos, el Maya (pesado y más barato), el Istmo (ligero y de mejor precio) y el Olmeca (superligero y el más caro).

GRÁFICA 6
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO PESO/DÓLAR



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 7
EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DÓLAR/PESO
Y PRECIO DE LA MEZCLA MEXICANA DE PETRÓLEO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y Pemex.

ción aquella tendencia descendente y la estrecha relación que en esos momentos existía entre el precio de los hidrocarburos y la paridad cambiaria de nuestra moneda.

Entre el 27 de septiembre de 2013 y el 5 de mayo de 2016, casi durante tres años, la correlación entre el precio del petróleo y la paridad del peso se mantuvo en 0.9614, siendo obviamente la segunda la variable dependiente.

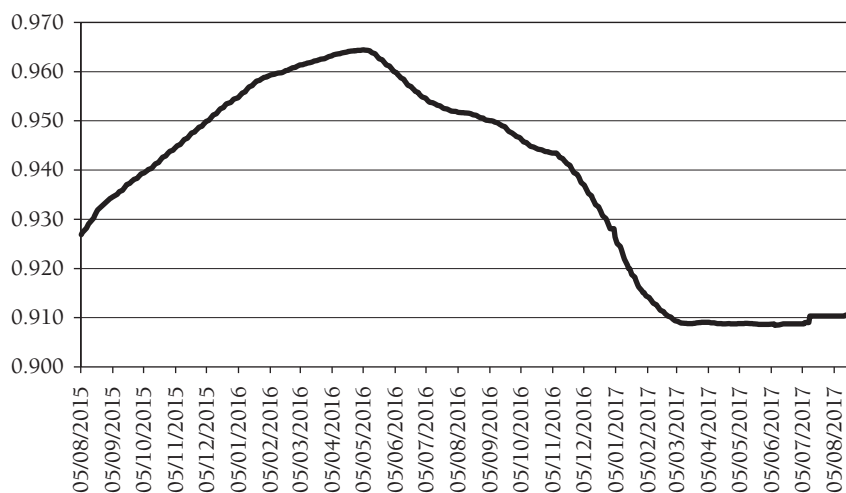
Con una tendencia descendente tan clara y una correlación tan elevada nos sorprendió cuando la SHCP estableció en su presupuesto de ingresos para 2015 un precio promedio del barril de la mezcla mexicana de 78 dólares y un tipo de cambio de 14.28 pesos por dólar. Cifras insostenibles ante cualquier análisis.

Al observar que nuestra moneda se depreciaba al mismo tiempo que el precio del petróleo disminuía, me dedique a estudiar diariamente la correlación entre ambas variables.

Entre agosto de 2015 y mayo de 2016 el coeficiente de correlación aumenta gradualmente pasando de 0.9269 a 0.9643 (véase la gráfica 8). Sin embargo, a partir de mayo de 2016 la correlación se vuelve negativa y comienza a disminuir: entre aquella fecha y el 10 de marzo de 2017 el coeficiente es -0.6057.

A partir de marzo de 2017 nuevamente la correlación entre ambas variables vuelve y se establece alrededor de 0.91, coincidiendo con una depreciación del dólar.

GRÁFICA 8
EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN TIPO DE CAMBIO
PESO MEXICANO Y PRECIO DEL PETRÓLEO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México y Pemex.

Sin duda, la caída de la factura petrolera disminuyó en forma importante el ingreso de divisas en el mercado de cambios, pero al mismo tiempo la disminución de la producción petrolera nos había llevado a una posición neta como importadores de gasolina y, por ello, la demanda de dólares estaba aumentando. Sin embargo, el precio del petróleo se había recuperado ligeramente y aun así la depreciación del peso continuaba. Es obvio que estaban operando otras variables y habría que buscarlas entre aquéllas otras que actuaban sobre la oferta y la demanda de dólares.

Las primeras variables que analicé fueron las que afectaban al mercado de cambios en el corto plazo y de entre ellas escogí el mercado accionario en la Bolsa de Valores de México y el de valores gubernamentales a menos de un año, en especial los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes, se trata de valores gubernamentales de corto plazo, equivalentes a los *Treasury Bills* de Estados Unidos). Por ser ambos activos financieros de portafolio de corto plazo, afectan el tipo de cambio de una moneda.

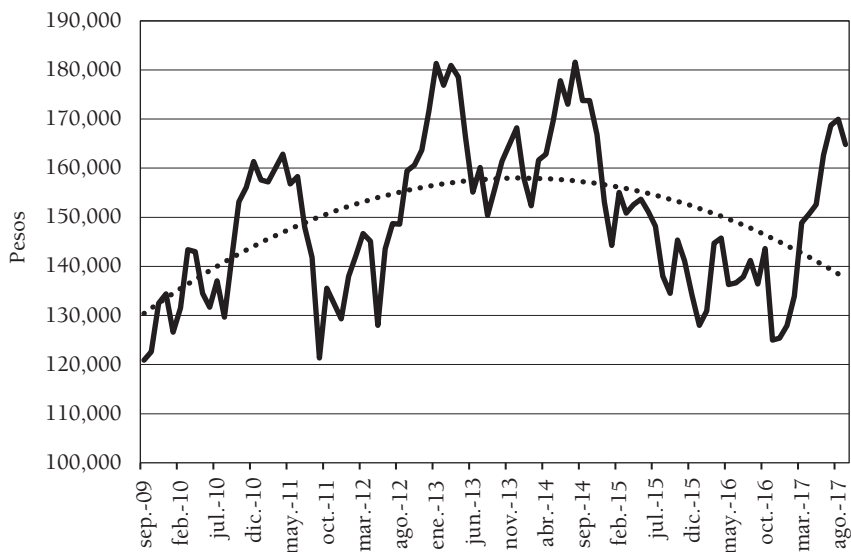
En la gráfica 9 observamos la evolución de los valores bursátiles en circulación en poder de no residentes entre junio de 2009 y agosto de 2017. Se ve claramente una tendencia alcista hasta agosto de 2014 y a partir de esa fecha una caída que se detiene en diciembre de 2016. Durante este tiempo la salida de tenedores no residentes de la bolsa de valores coincide con la depreciación de nuestra moneda, lo que no es de extrañar si ello incrementó la demanda de dólares en el mercado cambiario. La correlación entre ambas variables en este periodo es muy alta: 0.879. Hay que resaltar que de diciembre de 2016 a agosto de 2017 vuelve a incrementarse los saldos de no residentes en la bolsa de valores pero que en septiembre los mismos vuelven a reducirse. Sobre este punto volveré más adelante.

En la gráfica 10 presento la evolución de los saldos en Cetes en poder de no residentes y del tipo de cambio dólar por peso. La correlación entre las dos variables ha sido permanentemente elevada durante todo el periodo estudiado: 0.8905. Si a la salida de no residentes de la Bolsa Mexicana de Valores le añadimos la de no residentes del mercado de Cetes nos encontramos con una cifra equivalente a 73 617 millones de dólares que, junto con la caída del precio del petróleo, se conjuntaron para provocar la depreciación de nuestra moneda hasta diciembre de 2016.

Otra fuente de demanda de dólares en el mercado de cambios lo representa la salida de divisas de residentes en México y que son enviadas a sus cuentas en el sistema bancario de Estados Unidos.

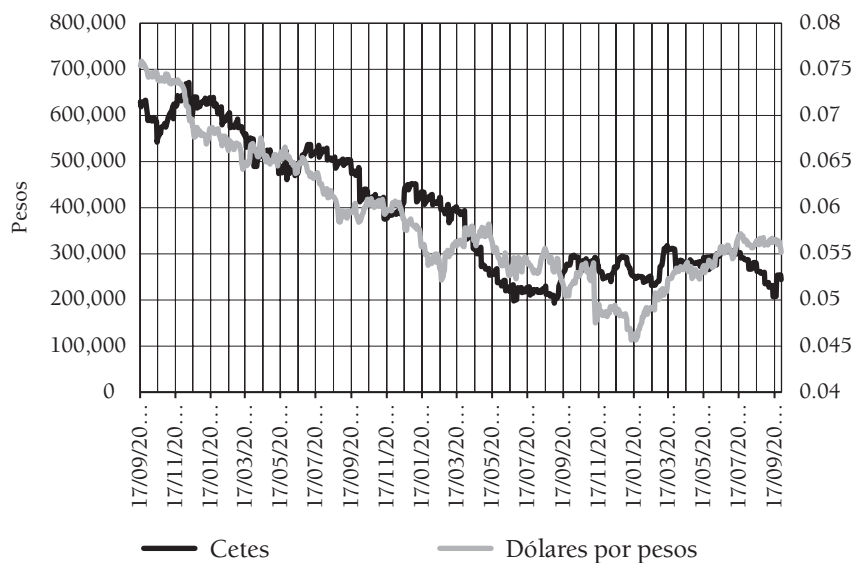
Como observamos, entre septiembre de 2014 y marzo de 2016, llegaron a salir de México rumbo al sistema bancario estadounidense 31 485 millones de dólares. Esa cifra se redujo aceleradamente a partir de aquella última

GRÁFICA 9
MÉXICO: POSICIÓN DE NO RESIDENTES EN TÍTULOS DE RENTA VARIABLE.
TENDENCIA POLINOMIAL



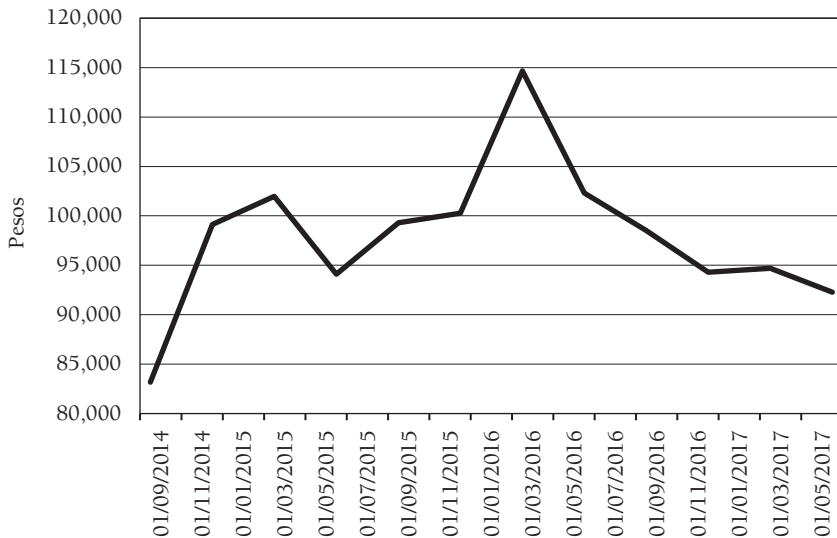
FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 10
CETES EN PODER DE NO RESIDENTES Y TIPO DE CAMBIO



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

GRÁFICA 11
 DEPÓSITOS DE MEXICANOS EN MILLONES DE DÓLARES
 EN EL SISTEMA BANCARIO DE ESTADOS UNIDOS



FUENTE: elaboración propia con datos del U.S. Department of the Treasury.

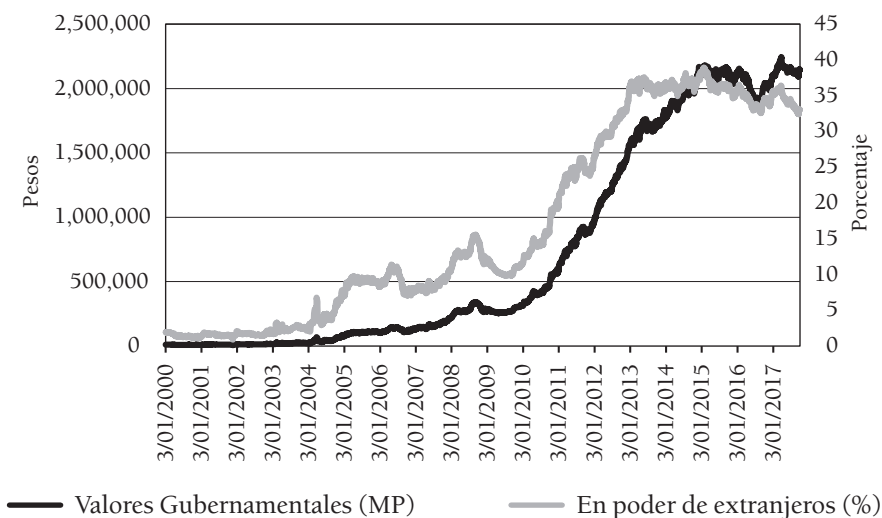
fecha y al final de junio de 2017 el monto era de 92 281 millones de dólares, 9 106 millones de dólares más que en septiembre de 2014.

Todo lo anterior significó una enorme presión sobre nuestro tipo de cambio, que a partir de diciembre de 2016 se relajó y permitió su apreciación debido, básicamente, a la estabilidad del precio del petróleo y al retorno de no residentes al mercado accionario mexicano, esto último sin duda por la fuerte subvaluación de nuestra moneda que para marzo de 2017 llegaba a -21.76%: las acciones de las empresas mexicanas estaban muy baratas.

POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria utilizada por las autoridades que regulan la moneda y que ha favorecido la sobrevaluación del peso, ha consistido en mantener el tipo de interés en pesos muy superiores al riesgo país determinado por calificadoras internacionales, como JP Morgan. Tasas tan elevadas han alentado el ingreso de inversionistas internacionales al mercado de deuda pública interna, lo cual ha implicado un incremento en la oferta de dólares en el mercado de cambios con su consecuente demanda de pesos, depreciando el dólar y apreciando el peso por arriba del tipo de cambio real.

GRÁFICA 12
CIRCULACIÓN DE LA DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
(SALDOS EN MILLONES DE PESOS)



FUENTE: elaboración propia con datos del Banco de México.

A partir del año 2001 las finanzas públicas se han sostenido mediante la contratación de deuda pública interna y un elevado porcentaje de la misma ha sido adquirido por residentes en el extranjero, proporción que ha pasado de 1.9 a 33% del total.

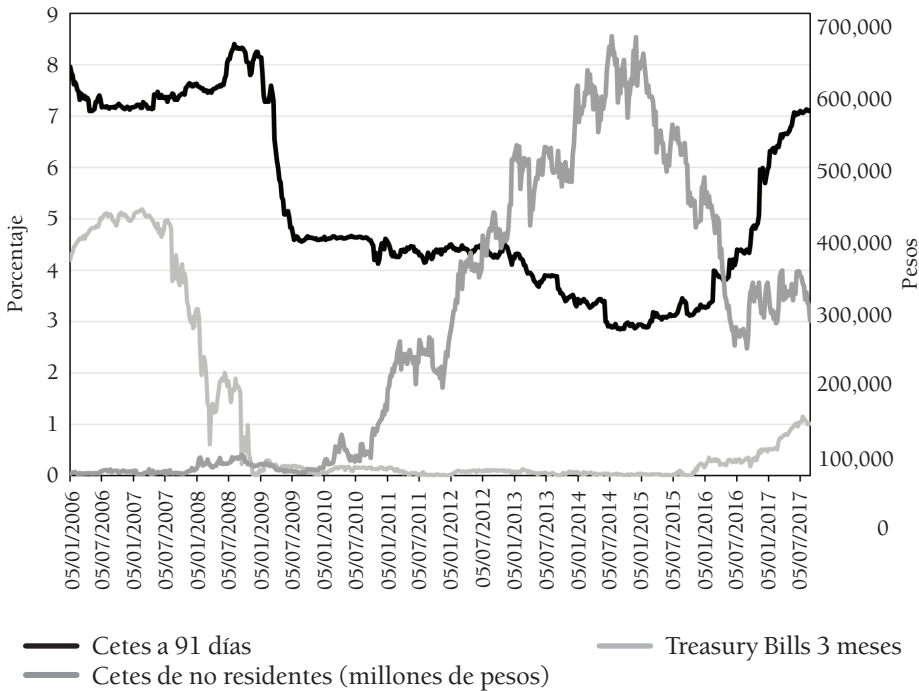
Lo preocupante ha sido la elevada cantidad que de esta deuda ha representado la adquisición por parte de no residentes de Cetes que por tratarse de documentos de corto plazo (a menos de un año) colocaban a esta deuda interna realmente como deuda externa de carácter sumamente volátil. Lo anterior se confirma al analizar la gráfica 13.

Como observamos, el diferencial porcentual entre las tasas de interés pagadas por los Cetes y los Treasury Bills a partir de enero de 2009 fue desproporcionado y la enorme entrada de no residentes a un mercado de deuda de corto plazo introdujo elementos latentes de volatilidad, que se hicieron presentes en el momento en que la caída del precio del petróleo mostró la debilidad de las finanzas públicas mexicanas.

CONCLUSIONES

Todo lo anterior lleva a considerar que la depreciación del tipo de cambio del peso mexicano desde finales de 2014 se dio en un marco de permanen-

GRÁFICA 13
 RENDIMIENTO DE CETES A 91 DÍAS Y TREASURY BILLS A TRES MESES.
 MONTO DE CETES EN PODER DE NO RESIDENTES



FUENTE: elaboración propia con datos de Banco de México y del U.S. Department of the Treasury.

te sobrevaluación de nuestra moneda, caída del precio internacional del petróleo, salida de no residentes tanto de la bolsa de valores como del mercado de valores gubernamentales de corto plazo.

Si eliminamos la subvaluación que vivimos durante la crisis de 1994-1996 y la que estamos teniendo de julio de 2015 hasta ahora, en estos 19 años nuestro sector productivo ha visto nuestra moneda sobrevaluada 15%, lo que significa que los productos mexicanos de mayor valor agregado nacional han estado 15% más caros que en el mercado internacional y han tenido que competir en el mercado nacional con productos extranjeros 15% más baratos. Empresas mexicanas con niveles de eficiencia productiva iguales o superiores a las extranjeras han tenido que competir dentro y fuera del país como si fueran 15% menos eficientes. Nuestra política monetaria y cambiaria le ha cargado artificialmente un subsidio negativo a nuestra planta productiva nacional.

BIBLIOGRAFÍA

- Appleyard, Dennis R. y Alfred J. Field Jr. (1995), *Economía internacional*, Mosby-Doyma Libros, Barcelona, S.A. División Irwin.
- Banco de México, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CR184&locale=es>>, consultado el 15 de abril de 2017.
- Banco de México, Mercado de Valores. Valores en Circulación. Estructuras de Información. Bolsa Mexicana de Valores. Posición de No Residentes en Títulos de Renta Variable, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF448&locale=es>>, consultado el 5 de octubre de 2017.
- Banco de México, Dollar FIX (Average Dollar in Wholesale Transactions) Calculated Daily by Banco de México, disponible en <<http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>>.
- Consejo Nacional de Universitarios por una Nueva Estrategia de Desarrollo (2012), *Análisis estratégico para el desarrollo*, 18 tomos, México, Juan Pablos.
- Encinas Ferrer, Carlos (2005), “La dolarización. El caso de México”, tesis de doctorado, Barcelona, Universitat de Barcelona/Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales/Departament de Política Econòmica i Estructura Econòmica Mundial.
- Encinas Ferrer, Carlos (2009), “Competitividad y tipo de cambio en la economía mexicana”, en *Comercio Exterior. Revista de Análisis Económico y Social*, vol. 59, núm. 3, marzo, México, pp. 182-192.
- Encinas Ferrer, Carlos (2012), “Competitividad y tipo de cambio en la economía mexicana”, en *Políticas macroeconómicas para el desarrollo sostenido, tercera sección. Análisis Estratégico para el Desarrollo*, vol. 4, México, Juan Pablos, pp. 153-169.
- Encinas Ferrer, Carlos (2013), “Paridad monetaria y competitividad comercial. El caso de la industria del calzado en León”, en *Nova Scientia*, vol. 10, núm. 5, pp. 170-209, disponible en <http://www.scielo.org.mx/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2007-07052013000200009>.
- Encinas Ferrer, Carlos; Bibiana Alexandra Rodríguez-Bogarín y Adení Encinas-Chávez (2012), “Apertura comercial y desarrollo económico mundial en la globalización”, en *Nova Scientia*, vol. 4, núm. 8, mayo-octubre, pp. 66-89, Universidad de La Salle Bajío, disponible en <<http://novascientia.delasalle.edu.mx/ojs/index.php/Nova/article/view/168/70>>.
- Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), disponible en <<http://www.inegi.org.mx/>>.

- Krugman, Paul (2017), “The Transfer Problem and Tax Incidence (Insanely Wonkish)”, en *The New York Times*, The Opinion Pages, The Conscience of a Liberal, 5 de octubre, disponible en <<https://krugman.blogs.nytimes.com/2017/10/05/the-transfer-problem-and-tax-incidence-insanely-wonkish/?module=BlogPost-ReadMore&version=BlogMain&action=Click&contentCollection=Opinion&pgtype=Blogs®ion=Body#more-41674>>.
- Krugman, Paul; Maurice Obstfeld y Marc J. Melitz (2012), *International Economics. Theory and Policy*, 9a. edición, Boston, Addison-Wesley/Pearson.
- Molina Enríquez, Andrés (1909), *Los grandes problemas nacionales*, México, Imprenta de A. Carranza e Hijos, disponible en <https://books.google.com.mx/books/about/Los_grandes_problemas_nacionales.html?id=AY0TAwAAQBAJ&printsec=frontcover&source=kp_read_button&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false>.
- Petróleos Mexicanos (Pemex), disponible en <<http://www.pemex.com/Paginas/default.aspx>>.
- U.S. Bureau of Labor Statistics, Databases, Tables & Calculators by Subject, disponible en <<https://www.bls.gov/data/>>.
- U.S. Department of the Treasury, U.S. Banking Liabilities to Foreigners by Country, disponible en <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/country-liabilities.aspx>>, consultado el 8 de octubre de 2017.