

## **TITULO:**

**Financiarización y determinantes del tipo de cambio y política cambiaria en México.**

## **RESUMEN:**

Existe una estrecha relación entre el fortalecimiento del proceso de *financiarización* y la gestión de las diferentes monedas. Dicha relación aparece cuando en los espacios monetarios locales se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo. En particular para en el caso de México encontramos que en la actualidad la gestión de la moneda se aleja de las necesidades de responder a un crecimiento endógeno. En más de un sentido, en general para el conjunto de países subdesarrollados, se renuncia al derecho a tener una política de desarrollo.

Con el abandono del régimen de tipos de cambio fijos por *regímenes de tipo de cambio flexibles* incrementó los riesgos e incertidumbres de las actividades comerciales e industriales ya que “las tasas de cambio erráticas combinadas con las tasas de interés impide, en una economía abierta, toda previsión sobre las series de precios y de costos ligados a una inversión dada y en consecuencia a toda anticipación de un beneficio futuro” (De Bernis, 1988:60). Entonces, “las fluctuaciones en los tipos de cambio se convirtieron en un factor determinante fundamental de las variaciones experimentadas por los flujos de tesorería, las ventas, los beneficios y los activos de las empresas poseídos en diferentes países y cotizados en diversas monedas” (Arrighi, 2007:168).

Se impone la nueva norma de las finanzas internacionales: remuneración elevada, inflación escasa (Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; De Brunhoff, 2001). Lo que aleja a las paridades cambiarias de los movimientos reales de acumulación de capital productivo y de los intercambios comerciales modificando sus determinantes tradicionales.

Para las economías subdesarrolladas lo anterior se traduce en que las políticas macroeconómicas nacionales se subordinan a los imperativos de las finanzas internacionales (Plihon, 2003). Monedas estables y el combate de la inflación aparecen como ejes de la política monetaria de éstos países en busca de la afluencia de capitales, los cuales persiguen un mayor premio. Ahora, además del comportamiento de la tasa de interés los capitales se desplazan de un mercado a otro en busca de las primas de

cambios de ganancias financieras, buscan diversificar sus carteras para aprovechar permanentemente las oportunidades más rentables. De manera que tasas de interés y expectativas de rentabilidad en títulos denominados en distintas monedas modifica sustancialmente su rentabilidad. El tipo de cambio está en función de las condiciones de confianza y rentabilidad de pago a dicho capital.

La flexibilidad en los tipos de cambio de las principales monedas abrió uno de los más tradicionales y más rentables negocios financieros el “carry trade”. Con el arbitraje de monedas con diferentes rendimientos prevaleció el carácter de activo financiero de las monedas nacionales por sobre todas sus otras propiedades (Chesnais, 2001; Correa, 2007b; Guillén, 2007; De Bernis, 1999).

Lo que se tradujo en un atractivo para los inversionistas foráneos, pues significaría no sólo mantener su riqueza financiera y recibir íntegramente sus intereses, sino que también verse premiados con ganancias extraordinarias, en su propia moneda, ante un movimiento de apreciación del tipo de cambio (Huerta, 2007; Perrotini, 2007; Vidal, 1986).

Como resultado los espacios monetarios locales de las economías subdesarrolladas se abandona la demanda de moneda nacional en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo, con lo que la gestión de la moneda se aleja de ser un instrumento activo de crecimiento endógeno. Lo que se traduce en la renuncia al manejo soberano del espacio monetario de estos países (Girón, 2007).

En las economías subdesarrolladas, las instituciones monetarias se enfocan sobre el objetivo único del combate a la inflación, lo que implica mantener estable las paridades. En el pasado la política monetaria, en las economías subdesarrolladas era considerada como un conjunto de instrumentos, al que junto con otros de la política económica, contribuía a controlar la inflación, reducir el desempleo, lograr una mayor tasa de crecimiento de la renta o producción real y / o mejorar el saldo de la balanza de pagos. Al tiempo de haber contribuido a la estabilidad de precios la política monetaria era considerada también como un instrumento activo de crecimiento económico. La gestión monetaria por parte del Estado tenía entonces dos objetivos básicos y generales: 1) el control de la inflación y, 2) el estímulo a la producción (Levy, 2002; Mántey, 1999; Guillén, 2001; Ortiz, 2003, 2007 y 2007b; Moreno – Brid, 1998 y 20002).

A partir de la década de los setenta, en un entorno monetario internacional bajo condiciones de libre movilidad de capitales, régimen de flotación cambiaria y desregulación de los mercados financieros, se empieza a generar consenso en el marco

de la macroeconomía ortodoxa de que el objetivo central de la política monetaria debe ser el logro de la estabilidad de los precios; por lo que la política monetaria aparece principalmente en las economías subdesarrolladas como neutral en la generación de empleo y de crecimiento económico para adaptarse a las condiciones impuestas por “la fórmula para la mejor práctica” de la política monetaria.

La estabilidad, un objetivo de política deseable *per se* aparece como la meta primaria de largo plazo de la política monetaria (Perrotini, 2007c; García, 2007) lo que implica dos elementos estrechamente relacionados: el control y combate de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio (Etxezarreta, 2000; Mateo, 2007; Ortiz, 2007b; Perrotini, 2007b; Guerrero y Urzúa, 2007).

Se afirma que estamos en presencia de un nuevo consenso macroeconómico en torno al régimen de metas de inflación (inflation targeting), donde existe sólo un compromiso institucional: la estabilidad de precios para lograr la meta inflacionaria. Se busca institucionalizar una *buena* política monetaria e imponer disciplina a los bancos centrales (Rochon y Rossi, 2007).

El enfoque considerado como la “mejor práctica” para la banca central consiste en: 1) independencia del banco central; 2) énfasis en el combate inflacionario (adopción de metas inflacionarias) y; el uso de métodos indirectos de políticas monetarias (Bernanke et al, 1999). La idea es que en cuanto más independientes son los bancos centrales, más creíble es su lucha contra la inflación.

En el caso de México, los objetivos de la política monetaria se han reducido sistemáticamente hasta la prioridad en la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. Bajo la égida del FMI a partir del segundo semestre de 1989 se inicia una etapa de la desregulación y liberalización del mercado financiero mexicano, que incluía una importante reforma del sistema financiero: liberalización de los prestamistas y prestatarios, abolición de la restricción al crédito, y supresión de reservas obligatorias (Aglietta y Moatti, 2002:109 – 115; Mántey, 2004). Así, el mercado de valores se abrió a la inversión extranjera de cartera y se apoyó a la concurrencia de empresas, valores e intermediarios financieros mexicanos en mercados internacionales, lo que implicó el desarrollo de nuevos instrumentos financieros y la preponderancia otorgada a las operaciones de mercado abierto.

Lo anterior, aunado con la eliminación del control de capitales y del papel del tipo de cambio fijo como instrumento, generó cambios radicales en la composición de los

agregados monetarios y, en consecuencia, en el diseño y ejecución de la política monetaria y cambiaria (Ampudia, 2007; Mántey, 2005 y 2007; López, 2007).

Ahora, los instrumentos directos de control de la oferta monetaria (cajones selectivos de crédito, así como la supresión de todo tipo de restricciones cuantitativas sobre los recursos captados mediante instrumentos bancarios) se han cambiado por instrumentos indirectos orientados al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos que en relación con el proceso de liberalización del sistema financiero provee el marco operativo esencial para la libertad de los mercados monetarios de dinero y cambiario (Mántey, 2007b; Ampudia, 2003).

El papel de la banca central se concentra sólo en el suministro de oferta monetaria en función de la demanda esperada, lo que implica su conducción a través de dos instrumentos fundamentales, dentro de una estrategia de metas de inflación: el corto monetario (régimen de saldos acumulados: saldo objetivo corto) y operaciones de mercado abierto. Así, Banxico incide permanentemente en el circuito cambiario, vendiendo y comprando divisas a fin de mantener la paridad, con lo que se desprende que *el tipo de cambio pasa a estar determinado por el comportamiento de la oferta y demanda de divisas.*

Dicho comportamiento esta en función de los que controlan la moneda, de tal modo toda estrategia de política monetaria se centra en un objetivo básico: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero. Pues desde la crisis de la deuda externa de 1982 al presente, la estabilidad macroeconómica se constituye en el objetivo fundamental y prioritario a conseguir de la política económica (Mántey, 2004; Girón, 2007; Correa, 2004, Ortiz, 2007b). Así, las actividades del banco central – entendido como la acción de las autoridades monetarias – van encaminadas a lograr la estabilidad monetaria y financiera y, por ende, la estabilidad en el tipo de cambio lo que implica mantener estable la moneda.

Es aquí donde el tipo de cambio cobra una mayor relevancia. Actualmente se reconoce, tanto en los círculos académicos como en los organismos de decisión gubernamental, que el tipo de cambio es una variables operativa o instrumental de los bancos centrales (Gigliani, 2008) a la vez que regula los precios es promotor del cambio estructural.

Como promotor del cambio estructural el desempeño del tipo de cambio se asocia cada vez más con la estabilidad de los mercados financieros como un instrumento que busca su seguridad a través de garantizar las exigencias y condiciones de confianza y

rentabilidad del *capital de colocación financiero* y en particular se ve reflejado en el comportamiento de la balanza de capitales con la afluencia de capitales privados.

Como lo esbozamos desde el inicio del trabajo nuestra *hipótesis sugiere que el movimiento determinante del tipo de cambio, para el caso de México, se ubica desde el mercado de capitales, por el imperativo de atraer capitales, así sea elevando la tasa de interés y fijando la tasa de cambio para bajar la inflación, lo que cambia la forma tradicional en la cual se buscaba en la balanza de mercancías los determinantes del comportamiento cambiario.*

Este capítulo está destinado a examinar la gestión pública del comportamiento cambiario en México, estudiando el tipo de cambio y la política cambiaria a través de la experiencia obtenida en los diversos regímenes cambiarios, destacando la aparición de una nueva forma de articulación entre el tipo de cambio y la cuenta de capitales de la balanza de pagos inducida por la desregulación financiera y la liberalización de los mercados de capitales.

En tal sentido, la parte primera está orientada a mostrar los distintos arreglos cambiarios con los cuales se ha experimentado en México, desde el tipo de cambio “fijo pero ajustable” que prevaleció en la época del RBW hasta el actual régimen de libre flotación (considerado como una *flotación administrada o sucia*) destacando que la actual combinación entre la libertad en el flujo de capitales y la flexibilidad cambiaria no siempre ha estado presente a lo largo de la historia. En la parte dos, el análisis se sitúa en el estudio del tipo de cambio en el marco de la estabilidad monetaria y de precios, abordando los tres enfoques de política económica que se han ensayado en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, mismos que pueden definirse como una trilogía de distintos modelos de metas de inflación: 1) el monetarismo del Fondo Monetario Internacional (FMI); 2) la estrategia de ancla nominal del tipo de cambio fijo, y; 3) la regla de Taylor, en donde la tasa de interés desempeña el papel de regulador de los precios de las mercancías. Aquí destacamos que los efectos de la inflación, en la última estrategia, se asocia cada más al mercado de activos financieros y cada vez menos al de bienes y servicios.

La parte tres está dedicada al estudio del tipo de cambio como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción local, identificándolo como un instrumento comercial y productivo, aquí se acentúa el papel de las devaluaciones en el contexto de un “tipo de cambio competitivo” y su lectura en un ambiente de desregulación financiera. En la parte cuatro se ofrece la exploración del tipo de cambio

en un ambiente de la libre movilidad de capitales y paridades flexibles, a través del “*nuevo consenso macroeconómico*”, entorno a la estabilidad monetaria y de precios; con la cual se busca justificar el posible reemplazo en la caracterización y comportamiento del tipo de cambio y sugerir una nueva determinación.

La intención de estos dos últimos capítulos es presentar regularidades empíricas del proceso de *financiarización* equiparando dos de sus dimensiones, para mostrar elementos que permitan colaborar la hipótesis.