



# Capital especulativo y blindaje financiero en México

Carlos A. Rozo

Colección Teoría y Análisis



**CESOP**

Centro de Estudios Sociales y de Opinión Pública



Casa abierta al tiempo

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

UNIDAD XOCHIMILCO División de Ciencias Sociales y Humanidades



**Capital especulativo  
y blindaje financiero  
en México**

Primera edición: enero de 2017

D.R. © Universidad Autónoma Metropolitana  
UAM-Xochimilco  
Calzada del Hueso 1100  
Col. Villa Quietud  
04960 Ciudad de México  
[dcshpublicaciones.xoc.uam.mx]  
[pubcsh@correo.xoc.uam.mx]

Centro de Estudios Sociales y de Opinión Pública  
Cámara de Diputados / LXIII Legislatura  
Av. Congreso de la Unión 66  
Col. El Parque  
15969 Ciudad de México  
[diputados.gob.mx/cesop]

ISBN: 978-607-28-0931-4

ISBN de la colección Teoría y análisis: 978-970-31-0929-6

Esta publicación de la División de Ciencias Sociales y Humanidades de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Xochimilco, fue dictaminada por pares académicos externos especialistas en el tema. Agradecemos a la Rectoría de la Unidad el apoyo brindado para la producción editorial de la presente obra.

Impreso y hecho en México / Printed and made in Mexico

# **Capital especulativo y blindaje financiero en México**

**Carlos A. Rozo**



*Presidente de la Cámara de Diputados*  
Dip. Edmundo Javier Bolaños Aguilar

#### JUNTA DE COORDINACIÓN POLÍTICA

*Presidente*

Dip. Francisco Martínez Neri

*Integrantes*

Dip. César Octavio Camacho Quiroz  
Dip. Marko Antonio Cortés Mendoza  
Dip. Jesús Sesma Suárez  
Dip. Norma Rocío Nahle García  
Dip. José Clemente Castañeda Hoeflich  
Dip. Luis Alfredo Valles Mendoza  
Dip. Alejandro González Murillo

*Secretario General*

Mtro. Mauricio Farah Gebara

*Secretario de Servicios Parlamentarios*

Lic. Juan Carlos Delgadillo Salas



#### COMITÉ DEL CESOP MESA DIRECTIVA

*Presidente*

Dip. Gerardo Gabriel Cuanalo Santos

*Secretarios*

Dip. Cristina Ismene Gaytán Hernández  
Dip. Angélica Moya Marín  
Dip. Abel Murrieta Gutiérrez

*Integrantes*

Dip. Jorge Álvarez Máynez  
Dip. Alejandro Armenta Mier  
Dip. Azul Etcheverry Aranda  
Dip. Evelyng Soraya Flores Carranza  
Dip. Exaltación González Ceceña  
Dip. Alejandro González Murillo  
Dip. Carlos Gutiérrez García  
Dip. Ariadna Montiel Reyes  
Dip. Cecilia Guadalupe Soto González

#### CENTRO DE ESTUDIOS SOCIALES Y DE OPINIÓN PÚBLICA

*Director General*

Lic. Marcelo de Jesús Torres Cofiño

*Director de Estudios Sociales*

Arq. Netzahualcóyotl Vázquez Vargas

*Director de Estudios de Desarrollo Regional*

Ing. Ricardo Martínez Rojas

*Subdirector de Estudios de Opinión Pública*

Mtro. Ernesto Caverro Pérez

*Asesor General*

Mtro. Enrique Esquivel Fernández

# Capital especulativo y blindaje financiero en México

Carlos A. Rozo



**CESOP**  
Centro de Estudios Sociales y de Opinión Pública



**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA**  
**UNIDAD XOCHIMILCO** División de Ciencias Sociales y Humanidades



UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA

Rector general, Salvador Vega y León  
Secretario general, Norberto Manjarrez Álvarez

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA-XOCHIMILCO

Rectora de Unidad, Patricia E. Alfaro Moctezuma  
Secretario de Unidad, Joaquín Jiménez Mercado

DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES

Director, Carlos Alfonso Hernández Gómez  
Secretario académico, Alfonso León Pérez  
Jefe del Departamento de Producción económica, Juan Manuel Corona Alcántar  
Jefe de la sección de publicaciones, Miguel Ángel Hinojosa Carranza

CONSEJO EDITORIAL

Aleida Azamar Alonso / Gabriela Dutrénit Bielous  
Diego Lizarazo Arias / Graciela Y. Pérez-Gavilán Rojas  
José Alberto Sánchez Martínez

Asesores del Consejo Editorial: Luciano Concheiro Bórquez  
Verónica Gil Montes / Miguel Ángel Hinojosa Carranza

COMITÉ EDITORIAL

Juan Manuel Corona Alcántar (presidente) / Aída Lerman Alperstein  
María Magdalena Saleme Aguilar / Ana María Paredes Arriaga  
Carlos Andrés Rodríguez Wallenius / Salvador Ferrer Ramírez  
René Rivera Huerta / Carlos Antonio Roza Bernal

Asistente editorial: Varinia Cortés Rodríguez

# Índice

Introducción .....	11
--------------------	----

## PRIMERA PARTE Teoría y política

El mercado cambiario global y la eficiencia de mercado .....	15
El modelo de desacoplamiento financiero .....	23
La hipótesis de mercados eficientes .....	27
La crítica a la validez de la hipótesis de mercados eficientes .....	29
La necesidad de intervenir .....	34
El contexto global. Flexibilización monetaria y especulación .....	38
El <i>tapering</i> y el momento mexicano .....	39
<i>Post tapering</i> hacia la normalización monetaria .....	46
¿Hacia una nueva recesión? .....	51
Efectos sobre México: salida de capitales .....	53
Acarreo de divisas y proteccionismo cambiario .....	58
El contexto de una “guerra de divisas” .....	62
El debate sobre el proteccionismo cambiario .....	70
El cambio de posición institucional del Fondo Monetario Internacional .....	83



SEGUNDA PARTE  
México: apertura financiera y costo de reservas

La perspectiva de las autoridades mexicanas .....	89
La evolución del superpeso: teoría y práctica .....	94
La política cambiaria como política de desarrollo .....	102
Rendimiento y magnitud de los flujos de capital de corto plazo .....	104
Las experiencias de Brasil y Chile .....	115
Inserción de los capitales de corto plazo en instrumentos de deuda .....	120
El blindaje financiero en México: ¿una fortaleza? .....	127
El costo del blindaje .....	132
Conclusiones .....	139
Bibliografía .....	143

A Amalia

También eres mi Faro



## Introducción\*

La débil e incierta recuperación de la economía mundial, a partir de que la Gran Recesión (GR) finalizó oficialmente a mediados de 2009, dio lugar a un entorno de conflicto y confrontación en la búsqueda de opciones que impulsen el crecimiento de las economías nacionales. El dilema ha consistido en que las autoridades de las economías de los principales países industriales, al no lograr poner en marcha sus capacidades internas de crecimiento, buscaron nuevas fortalezas que impulsaran la senda de su recuperación. La opción privilegiada fue incentivar la inversión y el consumo por medio de políticas monetarias altamente expansivas, además se busca incursionar en mercados extranjeros por el incremento de la actividad exportadora. La primera opción ha llevado a que estos países mantengan tasas de interés inusualmente bajas, cercanas a cero, mientras que la segunda lleva a que mantengan sus monedas “baratas”. En un mundo globalizado, con un sistema financiero altamente interdependiente y extremadamente especulativo, como el actual, esta combinación de políticas se ha convertido en un coctel muy explosivo con resultados diferentes a los pretendidos y no del todo positivos.

Las bajas tasas de interés no se han convertido en un factor que catapulte una recuperación vigorosa del sector productivo en los países industrializados,

\* Reconozco la invaluable asistencia que como ayudante de investigación Norma Maldonado de la Cruz tuvo en la realización de este proyecto y sin cuyo apoyo este documento no hubiera sido posible.

como se pretendió con los diferentes episodios de la estrategia monetaria de “flexibilidad cuantitativa” (*Quantitative Easy*) aplicados por el Banco de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos, su banco central, aunque la tercera versión pudo haber sido más exitosa que las dos primeras. Lo que sí incentivaron estas estrategias monetarias fue un vigoroso movimiento de capitales, técnicamente denominado “acarreo de divisas”, de los mercados de países industriales hacia las economías en desarrollo y dentro de éstas a las economías emergentes; es decir, las más avanzadas hacia el desarrollo. Este acarreo ocurre cuando los inversionistas adquieren endeudamiento a bajas tasas de interés que se convierte en flujos internacionales de capital de corto plazo en busca de ganancias especulativas aprovechando los diferenciales de tasas de interés que existen entre los países industrializados y los mercados emergentes.

Esta estrategia ha resultado ser una de las más efectivas para entorpecer el camino de la recuperación que se iniciaba a finales de 2009, al crear desequilibrios cambiarios y monetarios en los países menos afectados por la crisis inmobiliaria originada en el sector hipotecario de Estados Unidos. Tal situación ha llevado a las autoridades de los países receptores a defenderse contra los efectos negativos que estos flujos tienen sobre su competitividad al crear tendencias de apreciación de sus monedas. Razón tuvo el ministro brasileño de Hacienda, Guido Mantega, de calificar a este escenario de confrontación global como uno de “guerra de divisas” (Wheatly y Garnham, 2010; Blanchard, 2016).

El hecho irrefutable es que las tasas de interés y los tipos de cambio terminaron por ser utilizados como armas dentro de una estrategia de competitividad en una guerra por tener posiciones tácticamente fuertes en el comercio internacional. La búsqueda por compensar las debilidades de demanda que han padecido los mercados de los países industriales terminó por crear mayor inestabilidad monetaria y financiera que poco ha favorecido a productores y consumidores y mucho a los especuladores financieros responsables de la crisis global que aún a inicios de 2016 no termina por resolverse. Más grave es que suenan señales de caer nuevamente en una recesión generalizada.

Tan grave es esta confrontación que el Fondo Monetario Internacional (FMI) tuvo que aceptar que los países emergentes no tenían por qué pagar los platos que los países industriales habían roto, lo que lo llevó a admitir que los países receptores de estos flujos estaban en el derecho de recurrir al uso de políticas

que los protegieran contra los perjuicios causados por la excesiva especulación de estos flujos de capital de corto plazo.

México ha sido uno de los mercados emergentes preferidos por los inversionistas para estacionar sus capitales acarreados con efectos no del todo positivos sobre el valor de su paridad cambiaria y la estabilidad de su economía. Sin embargo, las autoridades monetarias mexicanas, principalmente la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México (Banxico), no consideraron prudente ni necesario intervenir en el mercado cambiario como sí lo han hecho otros países en América Latina y en otras latitudes. Por el contrario, las autoridades mexicanas dieron total libertad al libre flujo de capitales aunque recurriendo a blindar la economía por medio de la acumulación de reservas internacionales. El dilema es que esta política impone un alto costo sobre las finanzas públicas, es decir, sobre todos los mexicanos, sin que sea totalmente evidente el beneficio de transitar este camino.

El propósito de este trabajo es explicar la lógica de funcionamiento de estos capitales sobre el mercado mundial de divisas, la peculiaridad del enfoque mexicano de puertas abiertas a la inversión especulativa y el alto precio que tal postura tiene para la economía mexicana por el elevado costo que se paga por la acumulación de reservas internacionales. Se hace indispensable entender y explicar las razones por las cuales las autoridades mexicanas consideran como positivo lo que las autoridades de otros países estiman como perjudicial para sus economías. Para lograr estos objetivos se introduce, en la primera parte del trabajo, una serie de consideraciones teóricas sobre los mercados cambiarios y de capital así como consideraciones sobre la política monetaria de Estados Unidos y sus implicaciones para desatar la indeseada guerra de divisas y fortalecer el camino y el debate sobre el proteccionismo cambiario. En la segunda parte se aborda la peculiaridad del enfoque mexicano de puertas abiertas a la inversión especulativa; las implicaciones y costos de tal postura.

Para tal propósito se postula la hipótesis de que la pureza ideológica de la libre movilidad de capitales que practican las autoridades mexicanas a la sombra de las restricciones que impone el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) para facilitar este libre flujo de capitales, son negativas para el bienestar de la gran mayoría de los mexicanos debido al alto costo que se paga por la acumulación de reservas internacionales.



PRIMERA PARTE  
Teoría y política

**El mercado cambiario global y la eficiencia de mercado**

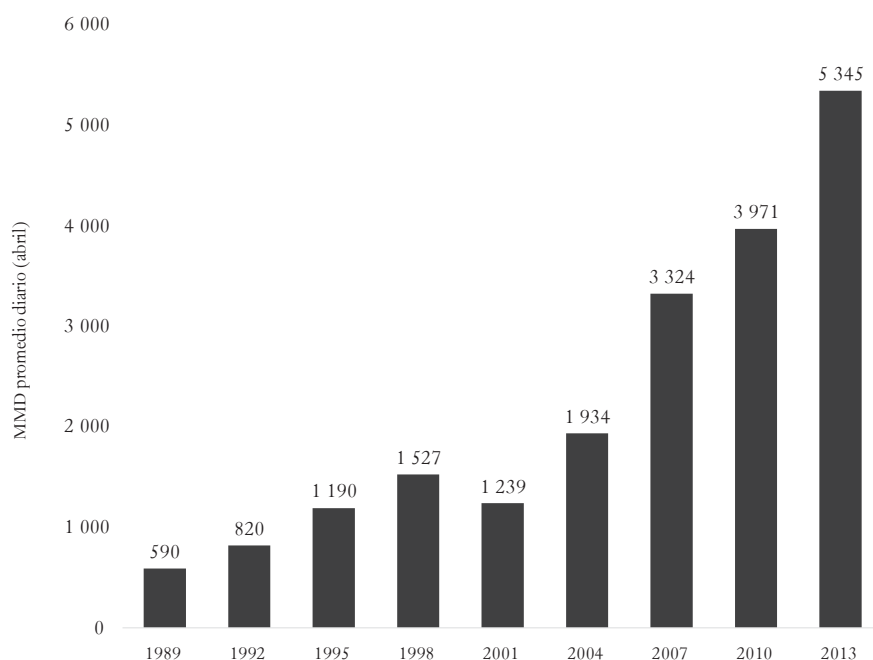
En el contexto de la Gran Recesión (GR) que experimenta el sistema económico global desde el 2007 y del grado extremo de atonía del sector productivo en el que se desenvuelve el proceso de recuperación desde 2010, uno de los resultados más paradójicos es el extraordinario crecimiento en el mercado mundial de cambios. En la encuesta<sup>1</sup> de 2013 del Banco de Pagos Internacionales (BIS, siglas en inglés) el valor promedio diario de transacciones en este mercado fue de 5.3 billones de dólares (biD), lo que implica un aumento de 35% respecto al nivel alcanzado en la encuesta anterior de 2010. Tal crecimiento no parece tener relación alguna con la dinámica del comercio internacional o del producto mundial.

En la Gráfica 1 se aprecia que este mercado tuvo un crecimiento constante, de casi diez veces, desde que se levantó la primera encuesta del BIS en 1986. La única excepción fue en el 2001 a consecuencia de la “crisis puntocom”. Un comportamiento a la baja en el valor de las operaciones cambiarias, sin embargo, no se manifiesta como resultado de la GR. Por el contrario, este mercado experimentó un gran dinamismo desde la encuesta de 2007 y a lo largo de la evolución de la Gran Recesión.

<sup>1</sup> El tamaño de este mercado se mide por medio de una encuesta mundial que el BIS realiza cada tres años en el mes de abril desde 1986.



GRÁFICA 1  
*Evolución diaria del mercado cambiario mundial*



Fuente: BIS (2013).

El factor determinante para este crecimiento del mercado se encuentra en la explosión de liquidez en los mercados financieros nacionales. Diariamente se crea un exceso de ganancias que no puede ser completamente invertido por las restricciones físicas y de absorción del consumo cotidiano. Las fábricas y el equipo pueden ser repuestos con los flujos de depreciación con lo cual existe un excedente que se acrecienta con su colocación en acciones, bienes raíces, bonos, etcétera, que se valorizan permanentemente, por encima de la inflación en los bienes y servicios y del costo financiero. El resultado, es una dinámica de retroalimentación en la que la existencia de más liquidez alimenta el crecimiento de nuevos financiamientos. En suma, en la economía actual se crean enormes excedentes de liquidez que alimentan a los fondos de inversión, pensiones o las opciones de aseguradoras. Esta liquidez no puede estar ociosa, debe encontrar inversiones que le produzcan ganancia. Una opción la han dado los fondos transfronterizos de inversión extranjera de cartera. Por ejemplo, en 1985 los fondos

de pensión de Estados Unidos prácticamente no invertían en Asia pero para 1995 cerca del 10% de sus recursos estaban invertidos en esa región del mundo.

Una de las salidas más provechosas ha sido colocar estos montos de liquidez en el mercado cambiario, lo cual ha convertido a este mercado en una actividad de inversión por mérito propio y una gran oportunidad para actividades especulativas. Este carácter especulativo del mercado cambiario se aprecia al hacer una simple relación entre los flujos de comercio exterior y los de tipo de cambio, como lo señaló Drucker al observar que a principios de la década de 1980, “[...] las transacciones cambiarias en los principales centros monetarios del mundo [...] alcanzan alrededor de 150 MMD al día, cerca de 35 biD al año –12 veces el comercio mundial en bienes y servicios” (1986:782). Con el paso del tiempo, se puede observar que esta proporción ha crecido. En 1995 el monto total de exportaciones en el mercado mundial fue de 11 233 MD y en abril de ese mismo año el volumen promedio diario estimado de operaciones<sup>2</sup> en el mercado cambiario mundial fue de 1 190 MD (Cuadro 1). Así, el volumen de intercambio comercial internacional que ocurrió en ese año fue equivalente al valor de la actividad cambiaria que ocurre en aproximadamente 10 días del año.<sup>3</sup> Equivalentemente puede argumentarse que el volumen de transacciones cambiarias anuales equivalía entonces a 58 veces las que ocurrían en el intercambio mundial de bienes. Para 2013, año en el que se da la última encuesta del mercado cambiario por el BIS, esta proporción había crecido a 72 veces. Estas magnitudes no dejan la menor duda de la naturaleza especulativa adquirida en el mercado cambiario, lo cual lleva simplemente a repetir lo que dijera Drucker hace 30 años: “Una discrepancia masiva existe, y sólo hay una conclusión: los movimientos de capital desconectados del intercambio comercial, y en verdad ampliamente independientes de éste, superlativamente exceden las necesidades de financiamiento comercial” (1986:782).

Esta preferencia por invertir en el mercado cambiario deviene de que en este mercado: 1) existe un bajo riesgo de exposición a problemas legales, tales como: *insider trading*; 2) no hay barreras de entrada ya que cualquier inversionista puede

<sup>2</sup> En este volumen se incluyen las transacciones a la vista, los *forwards* y los *swaps* cambiarios.

<sup>3</sup> Para realizar esta estimación se han considerado 250 días comercialmente hábiles.

CUADRO 1  
*Evolución del mercado cambiario global: 1986-2013*  
*(Promedios diarios en millones de dólares)*

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
<i>Tipo de transacciones</i>									
Volumen global estimado	590	820	1 190	1 527	1 239	1 934	3 324	3 971	5 345
Transacciones al contado	350	400	520	568	386	631	1 005	1 488	2 046
Forwards y swaps	240	420	670						
Forwards				128	130	209	382	475	680
Swaps de tipo de cambio				734	656	954	1 714	1 765	2 228
Swaps monetarios				10	7	21	31	43	54
Opciones y otros				87	60	119	212	207	337
<i>Participaciones respecto del total</i>									
Transacciones al contado	59.3	48.8	43.7	37.2	31.2	32.6	30.2	37.5	38.3
Forwards y swaps	40.7	51.2	56.3						
Forwards				8.4	10.5	10.8	11.5	12.0	12.7
Swaps de tipo de cambio				48.1	52.9	49.3	51.6	44.4	41.7
Swaps monetarios				0.7	0.6	1.1	0.9	1.1	1.0
Opciones y otros				5.7	4.8	6.2	6.4	5.2	6.3

Fuente: elaboración propia con datos de BIS, Triennial Central Bank Survey de 1989 a 2013 Basle.

participar en este mercado de manera directa o por medio de suscripción a los sistemas de información tales como Reuters, Quotron, Telerate, 3) la rentabilidad es mayor que en actividades más tradicionales, como el comercio o la industria, y 4) la rentabilidad es de corto plazo.

La evolución del mercado cambiario se manifiesta por el cambio en las proporciones de los tipos de transacción que componen. En 1989, 59.3% del volumen del mercado se dio en operaciones al contado, lo cual colocó a este segmento como el más importante del mercado complementado con 40.7% de transacciones *forward* y *swaps* (Cuadro 1). Cerca de dos décadas después, en 2007, se tiene un cambio significativo cuando las operaciones al contado se habían reducido al 30% del total, mientras que aquellas con swaps eran el segmento mayoritario con 51.6% del total. Este crecimiento en la participación de

los swaps de tipo de cambio puede ser indicativo de una mayor sofisticación de los inversionistas en la administración de la liquidez y del riesgo cambiario; pero también puede indicar el carácter netamente especulativo que asumió este mercado. Con la GR las operaciones al contado muestran mayor dinamismo al crecer hasta 38.3% del total en 2013, al tiempo que los swaps de tipo de cambio se reducen hasta 41.7%. Estos cambios en las tendencias apuntan a un aumento en la aversión al riesgo como consecuencia de la incertidumbre que ha dominado en los últimos años.

Tal orientación del mercado cambiario se refleja igualmente en la composición de los agentes que participan en el mercado y en los cambios ocurridos en esta composición, como se aprecia en el Cuadro 2. El elemento clave de esta estructura es que los agentes no financieros constituyen la parte minoritaria del mercado con sólo 17% en 1998, que se reduce a 8.7% para 2013. Este indicador parecería ser de la menor importancia del mercado cambiario como apoyo a las actividades no financieras. Igualmente, los agentes especializados que realizaban la mayor proporción de las operaciones con 63% del volumen en 1998 también tiende a la baja con una pérdida de mercado significativa al pasar al 38.7% entre 1998 y 2013. Por su parte, “otras instituciones financieras” han sido las que impulsan el mercado cambiario a su favor. Así, en estos 15 años pasaron del 19.6% del mercado al 52.6%. Dada esta composición de la clasificación de otras instituciones financieras, se puede afirmar que este abultado crecimiento responde a actividades especulativas de inversionistas institucionales como los fondos de inversión de alto riesgo o *hedge funds* y los fondos de capital.

Así, estos cambios en el mercado cambiario dan credibilidad al argumento de que los flujos internacionales de bienes y de servicios han dejado de ser el factor categórico para la determinación del nivel de equilibrio de los tipos de cambio y que éstos dependen en mayor medida de los flujos de capital. El tipo de cambio no es, entonces, determinado por los fundamentales de una economía sino por el arbitraje en los mercados financieros que se sustentan en las expectativas de los agentes sobre los mercados a futuro, como ya lo planteaba Keynes en la década de 1930. En la lógica de flexibilidad cambiaria los tipos de cambio “se comportan como el ‘precio de un activo’ en el sentido de que su valor presente depende de los rendimientos futuros esperados de la tenencia de activos valuados en moneda nacional o extranjera” (Eatwell y Taylor, 2000:62).

CUADRO 2  
*Mercado global de tipo de cambio por tipo de agentes*

	1998	2001	2004	2007	2010	2013
Agentes oficiales	961	719	1 018	1 392	1 544	2 070
Otras instituciones financieras	299	346	634	1 339	1 896	2 809
Clientes no financieros	265	173	276	593	532	465
<i>Participaciones</i>						
Agentes especializados	63.0	58.1	52.6	41.9	38.9	38.7
Otras instituciones financieras	19.6	27.9	32.8	40.3	47.7	52.6
Clientes no financieros	17.4	14.0	14.3	17.8	13.4	8.7

Fuente: BIS, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover (abril de 2013): resultados preliminares, septiembre de 2013 (tabla 4, p. 12).

Estas transformaciones en la estructura y el comportamiento de este mercado atestiguan el hecho básico de que el mercado de divisas y, en consecuencia, la determinación del tipo de cambio, se ha desacoplado del comercio internacional y se vincula al extraordinario crecimiento de flujos de capital. Se puede considerar que “este mercado es un fin en sí mismo. Obedece a sus propias reglas y evidencia formas propias y peculiares de comportamiento”, como lo planteara Ohmae (1995:157). Ello es factible por ser este un mercado en el cual no existen límites ni restricciones para invertir como sí las hay en otras actividades de inversión de alto rendimiento, tales como las de bienes raíces, de metales, de acciones o de obras de arte. Que este mercado continúe creciendo a tasas altas, aun en los tiempos de la GR, apunta a confirmar la afirmación de Ohmae y da sustento al planteamiento de que el tipo de cambio se ha convertido en un activo financiero altamente adecuado para actividades especulativas.<sup>4</sup>

A esta orientación funcional de este mercado contribuye su alto grado de concentración geográfica. En sólo dos mercados, el de Londres con 41% y

<sup>4</sup> Este argumento, relacionado con los factores que determinan el tipo de cambio, es diferente a la relación que se postula existe entre movimientos en el tipo de cambio y el comercio internacional que el Fondo Monetario Internacional (FMI) defiende que aún persiste al concluir en un reciente trabajo que “el comercio tiende a reaccionar con fuerza ante los movimientos del tipo de cambio” (2015:119).

el de Estados Unidos con 19%, se concentra 60% del total de transacciones mundiales que se complementan con tres mercados secundarios como son los de Singapur (5.7%), Japón (5.6%) y de Hong Kong con 4.1%. Ello significa que el resto del mundo contribuye con 25% del mercado. Un cambio adicional en este contexto es que desde 2010 se dio una modificación en la composición del mercado dado por la mayor participación de monedas de economías emergentes (EE). Entre las monedas reserva de los bancos centrales se encuentra ahora el renminbi “en línea con los esfuerzos crecientes para internacionalizar la divisa china”. Su volumen pasó de 34 biD a 120 biD, lo cual le da una participación de 2.2% en el volumen global y con la posibilidad que podría crecer hasta 30% para 2025 como resultado del poderío económico de este país y la liberalización gradual de su moneda. También el peso mexicano alcanzó un promedio de 135 MMD diarios en swaps, transacciones interbancarias, corporativas y de menudeo, que le dio una participación en el mercado global de 2.6% para ocupar el octavo lugar mundial en 2010. El Banco de México (Banxico) ha resaltado este éxito al apuntar que en el primer semestre de 2003 se operaron 5 917 millones de dólares, y diez años después las operaciones eran siete veces superiores. La postura oficial, muy ortodoxa, es la de aseverar que el mercado financiero mexicano se ha consolidado y se ha hecho más profundo debido a la alta acumulación de reservas internacionales consecuencia de la política de mejoramiento del perfil de vencimiento de deuda, interna y externa, y una sistemática mejoría en la calificación soberana. Estos son hechos irrefutables pero lo que no es singularmente fácil de afirmar es si son la causa o la consecuencia de lo que ocurre en estos mercados.

El mayúsculo aumento del mercado cambiario que se ha captado en las dos últimas encuestas se entrelaza con la fortaleza que ha adquirido el dólar a pesar del casi colapso del sistema financiero de Estados Unidos en 2008 y del alto endeudamiento en el que ha incurrido el gobierno de ese país. Estos acontecimientos debieron debilitar al dólar, pero ha ocurrido lo contrario. El fortalecimiento del dólar, argumenta Prasad (2014), es consecuencia de las políticas públicas de Estados Unidos y la disfuncionalidad del sistema monetario internacional. De hecho, el valor real del dólar cambió poco desde 2008, aunque su papel como moneda de referencia ha disminuido. Como moneda de reserva el dólar es usado menos ahora que en 2001 pero también el euro ha perdido terreno.

Tett ha argumentado que el factor determinante de la fortaleza del dólar es el miedo (2014:14). Lo que ocurre es un vuelo hacia la liquidez ya que no hay activos seguros, ni siquiera los de deuda del gobierno de Estados Unidos. Por tal razón los mercados de capital profundos y excesivamente líquidos de Estados Unidos aportan gran seguridad. Tett llama la atención a que este comportamiento del dólar invirtió las reglas normales de la economía ya que el dólar se vuelve atractivo por su abundancia y no por su escasez. En este contexto puede argumentarse que la fortaleza del dólar responde a que gobiernos extranjeros, desde 2008, han comprado 60% de todas las emisiones de deuda de Estados Unidos y lo más probable es que tal tendencia continúe.

Estas características del mercado inducen a un comportamiento asimétrico a lo largo de estos años de crisis, lo cual se hace evidente en la gran disparidad en las valuaciones de las monedas nacionales. A mediados de 2013 había monedas subvaluadas o débiles, respecto al índice umbral de 100, como las de Japón (75.3), Sudáfrica (77.13), Argentina (83), Indonesia (83), Turquía (84), Brasil (85), India (85) y las hubo sobrevaluadas como en China (118), Singapur (115), Nueva Zelanda (112), Islandia (108), Corea del Sur (108) y Filipinas (107). Estas diferencias se agravaron entre 2014 y 2015 como consecuencia del cambio de estrategia de la política monetaria del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos (FED). La estrategia de corrección hacia la normalización de la tasa de interés puesta en marcha por el FED lleva a que el dólar se aprecie a la vez que prácticamente el resto de las monedas nacionales –pero principalmente las de las economías emergentes– se deprecian, no obstante que en algunos países sus fundamentales tienden a fortalecerse y que sus reservas internacionales llegan a niveles nunca antes imaginados. Este es el resultado del “vuelo a la seguridad” de capitales especulativos ante la expectativa de aumento en la tasa de referencia del FED, como ciertamente ocurrió en diciembre de 2015.

La respuesta de las economías emergentes frente a la volatilidad cambiaria ha sido hacia el autoaseguramiento por medio de la acumulación de reservas internacionales. Las 15 economías con mayores reservas sumaban 11.19 biD a finales de 2013, que a inicios de 2008 se ubicaban en 11.16 biD. Este dato parecería apuntar a que la crisis no ha tenido mayores consecuencias para la acumulación de reservas, pero si se examina en términos de la distribución de estas últimas por países la situación es muy diferente. El país con la mayor participación de este nivel de reservas es China con 3.49 biD, 31% del total a

finales de 2013. En América Latina Brasil es el país con mayor acumulación de reservas con 376 400 MD, mientras que México acumulaba 170 MMD. En estos 15 países el monto promedio de reservas respecto del PIB es 57%, mientras el promedio mundial es apenas de 15.6%. Una gran diferencia que contribuye a los debates contemporáneos sobre manipulación de las monedas (Bergsten y Gagnon, 2012; Mateos y Lao, Duttagupt y Goyal, 2009).

Estos cambios llevaron a revitalizar dos propuestas de Williamson. La primera es que “[...] lo que mueve al mercado se modifica de tiempo en tiempo”. La segunda, y quizás la más importante, es que “[...] bajo circunstancias normales los mercados no tienen una opinión muy definida sobre la tasa de cambio de equilibrio; aún más, se interesan muy poco por dicho concepto” (1993:191). Este planteamiento se encuentra en contraposición con la visión que descansa en un concepto de equilibrio del tipo de cambio determinado por las variables fundamentales, como las importaciones y exportaciones de bienes y servicios.

### **El modelo de desacoplamiento financiero**

A medida que la globalización de los mercados se consolida, porque se levantan las restricciones para la movilidad del capital, la actividad financiera toma una dinámica de funcionamiento cada vez más independiente de la actividad productiva. Esta evolución del comportamiento del mercado cambiario apunta claramente en dirección a lo que Drucker postuló como “el surgimiento de la economía simbólica en la que los movimientos de capital, las tasas de cambio y las corrientes de crédito se convierten en el timón de la economía mundial en lugar de que lo sea la economía real, la que produce bienes y servicios. Más preocupante es el hecho de que estas dos economías parecen estar operando independientemente a un paso muy acelerado” (1986:11). Llamaba así la atención a que la actividad financiera ha adquirido un dinamismo propio e independiente de la actividad productiva que él denominó como “el tercer cambio fundamental que ha ocurrido en el mundo” y que se puede considerar como un desacoplamiento entre el sector productivo y el sector monetario-financiero.

Este desacoplamiento se manifiesta en que los mercados financieros presentan un grado de actividad muy superior al que presentan los mercados de bienes y servicios, vulgarmente denominada economía real, lo cual, en principio, se



contrapone al planteamiento neoclásico de que el dinero es sólo un instrumento para el funcionamiento eficiente del sector real, de ahí su neutralidad. En esta lógica el sector financiero ha estado transformando su tarea de intermediación de los recursos líquidos para que la economía real cumpla con su tarea de producir bienes y servicios por otra tarea que se orienta a fortalecer la dinámica de capitalización y de acumulación de ganancias financieras o especulativas. Menkhoff y Tolksdorf (2001) sostienen que el sistema financiero funciona “siguiendo su propia lógica y la economía real debe adaptarse a las consecuencias de este hecho”, lo cual igualmente ocurre tanto en economías desarrolladas como en economías en desarrollo (Rozo, 2003).

Al seguir cada uno de estos sectores de la economía distintas lógicas de acumulación, la relación funcional entre el sistema financiero y el sistema de producción de bienes y servicios se diluye por los efectos sobre la disponibilidad y el uso que se hace del crédito, lo cual lleva a una relativa desvinculación entre ambos sectores. Este desacoplamiento es alimentado por la especulación financiera de corto plazo que promueve el cambio en la estructura del financiamiento al pasar de un sistema basado en bancos a uno basado en mercados. Este cambio en el sistema financiero fortalece la dicotomía financiera entre mercados e intermediarios cuando la actividad de emisión de crédito se consolida sobre dos alternativas que tienden a excluirse, “una es la de los intermediarios financieros tradicionales: los bancos comerciales, y la otra es la de los mercados de valores y títulos financieros” (Rozo, 2003:224). El nuevo funcionamiento del sistema financiero se convierte en un problema de fondo cuando la nueva estructura se supedita a un funcionamiento de resultados a corto plazo especialmente en relación con la rentabilidad. Esta visión de corto plazo es la característica central que las nuevas formas de intermediación crediticia, por medio de los mercados de capital, imprimen a la actividad financiera.

Pero igualmente ocurre por la tendencia de la banca privada hacia “la financiarización de la renta personal de los trabajadores”, esto es, de la “penetración del sector financiero privado en las transacciones de la vida cotidiana, como la vivienda, las pensiones, los seguros y el consumo” (Lapavitsas, 2009:7). La característica central de esta nueva forma de intermediación crediticia es el fortalecimiento de la dicotomía finanzas-producción cuando la actividad financiera se consolida sobre dos alternativas de operación relativamente

excluyentes: una es la de los intermediarios financieros tradicionales: los bancos comerciales y la otra es la de los mercados de valores y de títulos financieros, en que la segunda alternativa gana terreno a costa de la primera.

El postulado central de este planteamiento implica que la economía simbólica funciona en forma semi-independiente de la economía real, al distraer capitales de la economía real hacia la economía financiera con serias consecuencias para el crecimiento y la estabilidad de la estructura productiva. La paradoja a enfrentar resulta de lo que ocurre a la estabilidad de la economía y al crecimiento del producto cuando se relaja la alineación y la armonía entre lo productivo y lo financiero; esto es, cuando los flujos financieros llegan a ser mayores que los flujos reales como consecuencia de que el sector financiero se convierte en un espacio autónomo de rentabilidad; cuando las ganancias del capital no provienen de la producción y la venta de bienes y servicios sino de la rentabilidad de invertir en activos financieros de corto plazo. Se asientan así condiciones de funcionamiento de la economía que permiten una mayor acumulación financiera en relación con la acumulación productiva, lo cual induce a un crecimiento asimétrico del sector financiero a costa del sector real. Estos desequilibrios por sí solos provocan inestabilidad que se expande cuando los inversionistas otorgan mayor prioridad a la inversión financiera de corto plazo a costa de la inversión productiva de largo plazo.

Este tipo de comportamiento del sistema financiero se puede especificar como un “Modelo de Desacoplamiento Financiero” (MDF), es decir, un modelo en el que se da prioridad a la actividad financiera sobre la real. La economía financiera domina a la economía de la producción de bienes y servicios imponiendo un enfoque progresivamente más centrado en actividades de corto plazo que son facilitadas por la capacidad creativa de la innovación financiera, la cual se manifiesta en la multitud de instrumentos derivados y estructurados actualmente en existencia.

La titularización de activos y la burzatilización son elementos centrales en este nuevo funcionamiento del sistema financiero, que se hace posible por un nuevo funcionamiento de la actividad de inversión con el paso de inversionistas individuales a inversionistas institucionales, uno de los factores centrales que marcan el camino hacia el “desacoplamiento financiero” (Rozo, 1998).

El postulado central de este planteamiento expresa que la economía simbólica se encuentra funcionando en forma semi-independiente de la economía real, lo

cual distrae capitales de la economía real hacia la economía financiera con serias consecuencias sobre el crecimiento y la estabilidad del sistema al favorecer la especulación de corto plazo, puesto que los inversionistas al preferir las ganancias de corto plazo, no encuentran atractivo en invertir en la economía real, cuyas ganancias son de largo plazo. Esta dinámica induce a burbujas especulativas y la experiencia muestra que ninguna de las burbujas que se han experimentado ha concluido bien.

Para la ortodoxia económica la desvinculación del sistema financiero y la economía real es una consecuencia natural de los cambios que se gestan en el mundo económico. Ésta es sólo un factor temporal resultado de los ajustes que ocurren antes que la economía alcance un nuevo estadio de desarrollo. En consecuencia, desde la ortodoxia económica, el desacoplamiento es un problema de ajuste de las economías que han liberado sus mercados, por ello no debe tener efectos de largo plazo. Es más, debe existir un equilibrio de largo plazo entre estas dos actividades complementarias que refleje que el problema es estrictamente de ajuste.

Desde una perspectiva más heterodoxa, este desacoplamiento responde a cambios estructurales en la organización financiera como consecuencia de la desregulación financiera y de la innovación en la emisión de instrumentos financieros que facilitan y estimulan la especulación de corto plazo. Los cambios en el comportamiento de los agentes financieros y la desregulación son procesos de mutua complementación.

La desregulación en los mercados financieros ha permitido que el desacoplamiento real-financiero actúe sin restricciones. No pueden negarse sus beneficios sobre la creación de nuevos mercados para proporcionar mayores opciones de enfrentar el riesgo y de favorecer la liquidez, pero una consecuencia negativa ha sido que el sistema financiero se independice de la economía real y que funcione con su propia lógica. El comportamiento de los inversionistas no siempre sigue el principio de racionalidad como argumentan Kahneman y Tversky (1979) al señalar que los individuos pueden seguir un comportamiento orientado por una racionalidad condicionada por el contexto de las decisiones que se les presentan.

Consustancial a estos desequilibrios monetario-financieros es el fracaso de los esfuerzos, colectivos (G20, FMI) y nacionales, por redefinir una nueva arquitectura monetaria internacional que resuelva el desacoplamiento productivo-

financiero. Esta dinámica también induce a cuestionar la validez de los conceptos teóricos que sustentan el funcionamiento de los mercados financieros, esto es, la validez de la hipótesis de mercados eficientes.

### **La hipótesis de mercados eficientes**

Hay un grado de aceptación de que la Gran Recesión fue consecuencia de una falla generalizada de los mercados, y más específicamente del mercado financiero. *The Economist* fue muy puntual al reconocer, en su momento, que “ha sido el modelo Anglo-Sajón de finanzas desreguladas y liberalizadas el que ha perdido su mística y dentro de éstos el mercado más contusionado ha sido el de activos securitizados” (2009).<sup>5</sup>

El hecho central es que la securitización transforma una relación bancaria de largo plazo, como un préstamo, en una transacción de corto plazo como lo es la compra y venta de un activo financiero respaldado por un préstamo. Se puede argumentar, entonces, que si estas dos actividades se hubieran mantenido separadas al ser realizadas por entidades diferentes, la evolución del sistema financiero hubiera sido diferente y los mercados no hubieran fallado como ocurrió en 2008 (Rozo 2011). Los bancos se hubieran mantenido como entidades de bajo riesgo transfiriendo el riesgo de no pago a las entidades financieras de la banca en la sombra, que deberían estar mejor preparadas para enfrentar tales riesgos. El problema fue que los bancos prefirieron mantener posesión de parte de los activos respaldados por préstamos para luego venderlos y tener así recursos adicionales para nuevos préstamos. Este comportamiento, que les permitió obtener dinero prestado contra estos activos, implica que la demanda por activos securitizados fue, en esencia, una demanda por apalancamiento que obtuvieron de fondos de pensiones, de fondos de inversión y en última instancia de otros bancos. Se tejió así una red de demandas cruzadas en la que los pasivos de un banco se convertían en activos de otro, lo cual terminó por crear una red de interdependencias de alto nivel de explosividad que hizo al sistema bancario más frágil y más vulnerable.

<sup>5</sup> Véanse también Volcker (2011), Nocera (2009) y Siegel (2010).

Este es un resultado enteramente contrario a lo que postulaba la lógica de la securitización y la hipótesis de mercados eficientes (HME). Lo que ello significa es que el sector financiero perdió el rumbo de canalizar el capital, repartir el riesgo inherente de la actividad crediticia y mejorar la estabilidad financiera a fin de cumplir con su función vital de facilitar la producción capitalista y hacerla eficiente.

La premisa fundamental sobre la que se sostiene la HME es que el funcionamiento de mercados libres genera beneficios óptimos para los participantes en el mercado sean oferentes o demandantes. Los primeros maximizan sus ganancias mientras los segundos maximizan su bienestar, lo cual conlleva a que nadie mejore su situación a costa de la de otro, tal como lo plantea el principio de Pareto. Los mercados alcanzan estos resultados porque logran imponer el principio de la eficiencia económica, el cual en su más simple expresión se reduce a la maximización de los beneficios cuando se minimizan los costos. Esta eficiencia del mercado conduce al equilibrio entre la oferta y la demanda cuando los precios de los bienes y servicios son determinados libremente en el mercado. En consecuencia, los mercados financieros son eficientes cuando: 1) sus precios reflejan toda la información disponible en el mercado y 2) los precios de los activos están atados a sus valores fundamentales.

Otra definición de la HME sostiene “que toda la información existente y publicada se ha tomado en consideración para arribar al precio presente de un activo” (Wadwhani, 1987:3). Por lo tanto, los precios a los que se intercambian activos financieros en mercados de liquidez reflejan el valor correcto de estos activos. De no ser así habría inversionistas que intentarían aprovecharse de la ineficiencia con lo cual moverían el precio al nivel de la información disponible. Adicionalmente, si los precios reflejan completamente toda la información disponible, entonces, sólo pueden cambiar cuando existe nueva información. De este planteamiento se pasa a aseverar que la valuación de un activo es también racional, en el sentido de ser igual a su valor fundamental; es decir, el valor del activo es igual al valor presente de las corrientes de capital esperados de dichos activos.

El argumento básico de esta hipótesis, que los precios de los activos reflejan completamente “toda” la información disponible en el mercado, se sustenta en una precondition, como apunta Fama (1991:1551), de que la información y los costos de las transacciones son siempre cero, lo cual permite que oferentes y demandantes actúen con base en información perfecta. Esta hipótesis minimiza el riesgo en que se incurre al asignar fondos prestables en el mercado de crédito.

Por tanto, los agentes económicos al funcionar sobre la base de la información perfecta que proporciona el mercado, hacen que éste imponga precios a los activos que reflejan su nivel correcto (Fama, 1970:383).

Esta visión se ajusta al paradigma de mercados completos; esto es, que existe un mercado y un precio asociado para cada bien a partir de los supuestos de que la información es completa y la competencia es perfecta. Sobre la base de estos supuestos centrales se llega a demostrar que las decisiones no centralizadas de mercado son siempre Pareto óptimo, y que ello se logra por medio del sistema de precios. Por lo tanto, el paradigma cumple con los teoremas fundamentales de la economía del bienestar cuando se hace presente la mano invisible de Adam Smith, tal y como Arrow y Debreu (1954) lo demostraron para un modelo de equilibrio general y que en el plano financiero recibió gran impulso con los postulados de Modigliani y Miller (1958).

Los mercados, al ser transmisores perfectos de información y tomar en cuenta “toda” la información existente, que termina por reflejarse en los precios de mercado, se hacen eficientes. El supuesto de información perfecta, por tanto de certidumbre, constituye la premisa básica para la eficiencia de los mercados que es aceptar que los precios de mercado son las mejores señales que pueden existir para la toma de decisiones de intercambio, comercial o financiero, y de producción.

La fortaleza de la HEM está en que el sistema de precios de mercado conlleva a un estado de coherencia de las decisiones que toman los distintos agentes económicos y que tal estado lleva a una asignación de recursos que es óptima económicamente y aceptable socialmente.

### **La crítica a la validez de la hipótesis de mercados eficientes**

Esta hipótesis de eficiencia de los mercados es criticada desde que Akerlof (1970) relacionara calidad e inseguridad en la teoría de los mercados. El argumento va en la dirección de que la existencia de bienes de diferente calidad induce a asimetrías en la información disponible que afectan el funcionamiento del mercado creando distorsiones en el precio, lo cual hace que los mercados no sean completos; esto es, que no se dé un mercado con un precio para cada bien. En el ejemplo de Akerlof del mercado de automóviles usados, los vendedores de autos tienen conocimiento sobre la calidad del automóvil que el comprador no tiene,

pero los autos buenos y los defectuosos (conocidos como limones) se venden al mismo precio. Para Akerlof esta es la aparición de la ley Gresham con otro ropaje. En este contexto se puede argumentar que como el sistema de precios es el que asegura el éxito del mercado, entonces fallas del mercado tienen que ser fallas del sistema de precios. En términos generales, argumentaron Magill y Shafer, el dilema es que cuando la teoría toma en consideración factores esenciales como el tiempo y la incertidumbre, “no es posible continuar asumiendo la existencia de un conjunto completo de mercados y se entra, necesariamente, al mundo de los mercados incompletos” (1991:1524).

De Akerlof a la fecha la controversia sobre la HEM ha crecido y se ha radicalizado. Esta controversia proviene de posturas y debates académicos como los impulsados por Jensen (1978), Tobin (1978, 1984), Stiglitz y Weiss (1981), LeRoy y Porter (1981), Summers (1986), Wadwhani (1987), Shiller (1988), Summers y Summers (1989), Stiglitz (1991), Grossman y Stiglitz (1980), Greenwald y Stiglitz (1991), Arnott, Greenwald y Stiglitz (1993) y MacDonald y Taylor (1990 y 1992). Este cuestionar igualmente ha encontrado eco entre dirigentes internacionales y empresarios. Entre los primeros, el entonces director gerente del FMI, Camdessus (1994:178), avaló esta posición crítica al reconocer que el sistema monetario internacional no puede ser abandonado a los automatismos del mercado sino que requiere de una coordinación permanente. Levantó gran polémica la postura de la Comisión Delors en 1989 al argumentar que “la presión ejercida por las fuerzas del mercado podría ser o bien demasiado lenta y débil, o bien excesivamente brusca y distorsionada” (Comité, 1989, párrafo 30). Entre los practicantes destacó la postura de Henry Kaufman (1986, 1994) renombrado gurú de Wall Street, y posteriormente la altamente controversial posición de George Soros (1998, 2009).

El problema comienza cuando se introduce al elegante planteamiento teórico del equilibrio general, en los términos de Arrow y Debreu, el realismo que imprimen el tiempo y la incertidumbre de los mercados existentes con las complicaciones de contratos y restricciones que rigen la forma de participación de los agentes. Al incluir estos factores la asignación eficiente de recursos deja de funcionar en el nivel exclusivo de mercados al contado para el intercambio de bienes para situarlos en el marco de mercados financieros de bonos, acciones, futuros, opciones y de contratos entre empresas y de empresas con trabajadores. Aparece así la interacción de mercados de bienes con mercados financieros que requiere

del dinero y de contratos nominales con lo cual se deja el mundo idealizado de la teoría del equilibrio general para situarse en el contexto de un equilibrio de mercados no perfectos. El intercambio se enfrenta a dos limitaciones centrales. Una es la existencia de mercados incompletos y la otra es “la falta de voluntad o la incapacidad de los agentes para aceptar compromisos de largo plazo” (Magill y Shafer, 1991:1524).

Igualmente relevante es el cuestionamiento de los supuestos equivocados que se hacen sobre los mercados financieros. El primer supuesto es el de la falacia walrasiana que considera que el mercado financiero funciona como cualquier otro mercado, como el mercado de papas, por ejemplo. Kaufman (1986:77) dio credibilidad a este debate al afirmar que las instituciones financieras son únicas como consecuencia de la peculiaridad de tener poco capital pero un inmenso pasivo. Un planteamiento semejante lo avalaron académicamente Greenwald y Stiglitz (1993:31) al afirmar que “los bancos tienen un alto grado de apalancamiento con pasivos fijos, los depósitos que reciben, y activos riesgosos, los préstamos que realizan, que obligan a que los bancos deban preocuparse por el riesgo de quebrar”. Esta naturaleza peculiar de la actividad bancaria es un punto central en los postulados teóricos de los nuevos keynesianos. Para Greenwald y Stiglitz (1991:5), la diferencia reside en que en el mercado de crédito “el dinero se intercambia por una promesa de obtener beneficios en el futuro. Esta promesa es siempre, en efecto, una promesa contingente”. Estas peculiaridades de los mercados de crédito impiden que los intermediarios bancarios asignen los recursos a quien esté dispuesto a pagar el mayor precio, a la Walras. La mejor opción para un banco es quien garantiza el cumplimiento de dicha promesa contingente y no quien esté dispuesto a pagar la más alta tasa de interés por los recursos financieros. El precio, en este caso la tasa de interés, tiene el papel de mecanismo de asignación dado que define el costo de oportunidad de los fondos disponibles.

El mecanismo de asignación de recursos es más complicado. Tiene que ver con la manera como las instituciones financieras escogen los proyectos con mayores probabilidades de éxito; es decir, con el mecanismo de selección. Este es un problema de información debido a que los bancos no tienen conocimiento perfecto sobre las posibilidades de éxito de los proyectos a financiar. Los precios tienen un papel secundario mientras que la institucionalidad es central



y determinante como una forma de comportamiento de empresas adversas al riesgo; empresas que pueden diversificar el riesgo sólo parcialmente.

En el caso del mercado cambiario esta falacia walrasiana se manifiesta en la tendencia a un comportamiento de corto plazo cuyo factor determinante es que el mercado está orientado por el efecto rebaño. La preferencia por el corto plazo al dominar el intercambio de monedas multiplica los flujos de capital, lo cual aumenta las presiones sobre el valor de las paridades y termina por aumentar la volatilidad del mercado.

Un segundo supuesto es considerar que todos los servicios financieros son una actividad productiva. Esta es una falacia que se basa en el principio de que lo que aumenta las ganancias contables tiene que ser productivo, lo cual no necesariamente es cierto (Toporoswsky, 1993). Este razonamiento ha llevado a la postura de que los bancos no deben quebrar, lo cual se convierte en un incentivo para obtener y hacer prestamos más allá de lo prudente, incluso recurriendo a endeudamiento en los mercados internacionales, con lo cual se incurre en riesgo moral. Esta lógica se puede enmarcar en lo que Bhagwati (1982:989) denominó actividades rentables directamente improductivas (DUP, siglas en inglés) a las cuales define de la siguiente manera: “formas de tener una ganancia (un ingreso) por medio de actividades que son directamente no productivas; esto es, que producen rendimientos pecuniarios pero no producen bienes o servicios que formen parte directa o indirecta de una función de utilidad por la vía de incrementar la producción o por hacer disponibles a la economía bienes que entren en una función de utilidad”.

En su clasificación, Bhagwati no incluye las actividades financieras como parte de las DUP, pero la forma en la que algunas de éstas han evolucionado, llegando a convertirse en contenedores financieros a la Ohmae (1995), induce a incluirlas en esta clasificación. Tampoco sería correcto argumentar que todas las actividades financieras caen en esta categoría, pero sí es correcto clasificar como tal las denominadas como “transferencia de activos”, que se ha convertido en una de las actividades financieras de mayor relevancia para los mercados financieros. El crecimiento económico depende de reemplazar métodos obsoletos de producción con otros mejores o de reemplazar viejas industrias por nuevas pero re-empaquetar créditos no es una actividad que contribuya a esta lógica del crecimiento como tampoco lo es la compra y venta de divisas.

Un tercer supuesto es postular que el libre intercambio de servicios financieros mejora la operación del mecanismo de precios. Este efecto puede ser cierto cuando en el mercado el intercambio se da entre servicios homogéneos fácilmente identificables y el mercado es unitario con fronteras claramente demarcadas y procedimientos funcionales plenamente establecidos. Esta mejora operacional del mecanismo de precios no sólo no se cumple en los mercados financieros sino que el mecanismo es distorsionado por el proceso de innovación financiera; los instrumentos derivados hechos a la medida son el mejor ejemplo. También, los corredores de divisas saben que los reguladores no están preparados para defender un nivel de paridad indefinidamente ante un ataque especulativo. Esta lógica de operación es la que hace inviable el sistema de paridades fijas en el contexto contemporáneo de globalización.

Un cuarto supuesto es el de la eficiencia de la apertura que implica que la eliminación de controles nacionales induce a que se cumpla la ley de un solo precio como condición óptima del mercado. Tal condición no ocurre debido a que la integración por sí sola no induce a mercados perfectamente eficientes a partir de mercados segmentados e imperfectamente competitivos, como los nacionales. La imperfección de los mercados internacionales es una consecuencia de la imperfecta condición de los mercados locales que la integración de la economía mundial por medio de la globalización no resuelve. El problema, apunta Krugman, es que la integración imperfecta es como la competencia imperfecta, donde el oligopolio no es el promedio entre el monopolio y la competencia perfecta.

Difícilmente se puede argumentar que los mercados no facilitan el intercambio entre oferentes y demandantes como es su función central, sin embargo, sí se puede afirmar que esta función que los justifica no puede ser cumplida con igual eficiencia en todas las actividades económicas. Hay limitaciones en algunos sectores, particularmente en aquellos que no directamente responden al intercambio de bienes y de servicios, como pueden ser los mercados laboral, de servicios de salud o financieros, en los cuales pueden darse resultados socialmente inaceptables, como la pérdida total para algunos de los participantes, si estos mercados se dejaran totalmente libres al arbitrio de sus participantes.

El corolario de tal situación se reduce al hecho de que los mercados no pueden autorregularse y que su funcionamiento requiere ser contrapesado con objetivos sociales para que el entretejido social funcione adecuadamente. El

dilema mayor es que los costos de la eficiencia pueden superar sus beneficios, lo cual es socialmente inaceptable. Por ejemplo, no se debe permitir que en la búsqueda de la eficiencia del mercado laboral se agrande la brecha de ingresos entre trabajo y capital, cuando ello implica ensanchar la brecha de la desigualdad que termina por limitar el crecimiento económico.

### **La necesidad de intervenir**

A pesar de la simpleza del concepto de eficiencia, éste ha sido sujeto de diversas interpretaciones: la smithiana, la keynesiana y la schumpeteriana. Partiendo del mismo concepto las interpretaciones tienen que ver con sus consecuencias dadas ciertas condiciones, lo cual puede conducir a que la búsqueda de la eficiencia pueda no ser la opción óptima.

La smithiana es la relativa a la asignación de recursos por medio de los precios, los cuales aseguran que se producen los bienes correctos, en el lugar, en el momento y al costo correctos. El dilema con esta lógica es que establecer el precio más bajo puede llevar a consecuencias indeseables como la de experimentar bajo crecimiento con desempleo. La eficiencia keynesiana se refiere a las consecuencias que ocasiona la pérdida de producto potencial cuando la economía se encuentra en una recesión y se desempeña por debajo de su nivel potencial de pleno empleo. En estas condiciones más eficiencia en la asignación de recursos puede ser contraproducente, ya que desplazar gente de sus empleos puede hacer más daño que bien. La versión schumpeteriana tiene que ver con las implicaciones de largo plazo que la eficiencia tiene sobre la demanda de recursos, principalmente sobre el trabajo, cuando la tecnología se convierte en el motor del crecimiento.

Dependiendo del tipo de eficiencia que se aplique puede haber resultados contradictorios con los que se buscan. Si se busca la eficiencia smithiana desde la perspectiva de accionistas codiciosos en el reparto de utilidades, se termina con serios problemas en el avance tecnológico a consecuencia de una subinversión. Además, en condiciones de competencia perfecta esta lógica puede tener efectos negativos cuando se aplica a una estrategia de gran envergadura que requiere de muchos recursos y de larga planeación. A lo que se está apuntando es a las ventajas o desventajas de optar por una u otra de estas interpretaciones ya que

sus resultados están condicionados por las circunstancias y por los objetivos que se buscan. El resultado es diferente según se pretenda evaluar las ventajas entre la competencia de precios y el liderazgo tecnológico o entre la competencia de precios y la de no precios.

El punto central en reconocer estas alternativas es que los mercados son imperfectos, por lo que se hace indispensable la intervención del Estado, como incluso el Banco Mundial ha llegado a reconocer en su *Global Financial Development Report* (2013). El éxito de la eficiencia de los mercados está determinado por la intervención que en éstos se haga para definir un punto de equilibrio entre estas alternativas de eficiencia y los instrumentos de política pública partiendo de reconocer que la regulación y la supervisión “pueden limitar la toma de riesgos por instituciones financieras para evitar las externalidades potenciales asociadas con la fragilidad financiera” (World Bank, 2014:3). Esto significa que la intervención busca encontrar una relación de equilibrio entre regulación y competencia. Las imperfecciones de mercado son las que llevan a postular que el precio no es el único determinante del éxito del mercado ya que con precios de equilibrio se puede llegar a tener efectos negativos. North, en su discurso de premio Nobel, argumentó que la eficiencia adaptativa o schumpeteriana puede ser superior a la smithiana cuando se evalúa en términos de crecimiento de largo plazo.

Otro tipo de críticas que requieren de esta intervención pero mucho más radicales son las que argumentan que el mercado es incapaz de lograr los grados de eficiencia que se le atribuyen o las que cuestionan si es suficiente con que los mercados sean eficientes. En esta lógica de análisis el argumento central es que la eficiencia no implica, en lo absoluto, que los mercados libres puedan dar resultados justos o equitativos. En la búsqueda de la eficiencia económica, si los préstamos a discotecas, a cadenas de comida rápida o a un gobierno dictatorial son más rentables que los que se dan a un pequeño emprendedor de productos de nopal o a una asociación de cuidado de ancianos, entonces, los primeros son los usos más apropiados para el capital. Este tipo de cuestionamiento a la HEM parte de aceptar que el propósito del raciocinio económico debe dar prioridad a los objetivos de carácter social, lo cual lleva a considerar la necesidad de intervenciones pos mercado.

El escenario que generalmente se considera es el de dejar que los mercados cumplan su función de ser eficientes en el uso de los recursos para posteriormente

tener una intervención por medio de políticas públicas para recompensar a los que son perjudicados por el funcionamiento normal de los mercados. Los impuestos o las transferencias son medios para compensar a quienes el funcionamiento del mercado pudo haber perjudicado. También existe la posibilidad de que transacciones que son eficientes puedan imponer costes a otras personas que no intervienen en la transacción. Los problemas medioambientales presentan esta característica, como cuando en la producción de un bien se vierten desperdicios en el agua potable. Se tienen así “efectos externos negativos” que ocurren cuando un agente económico impone a otro(s) un costo que él debería cubrir.

El argumento central es que cuando a una economía de mercado se le deje a su libre actuación no necesariamente sus resultados conducen al mayor bienestar colectivo. La mano de Adam Smith se hace más invisible para unos que para otros, por lo tanto es necesario que para lograr compatibilidad entre el bienestar individual y el colectivo se requiera de acciones gubernamentales que hagan la mano de Smith más visible como promotor, propietario, regulador, supervisor o ya sea por intervenciones directas o indirectas (World Bank, 2014).

El dilema contemporáneo con el mercado cambiario es que no responde a las normas que tradicionalmente lo determinaron, con lo cual ha ganado gran independencia de la acción estatal. La desregulación que contribuye a la interconexión entre los mercados nacionales ha llevado a que las autoridades monetarias no pueden administrar el mercado cambiario, aunque sí lo pueden afectar. Las nuevas características del mercado cambiario hacen que la volatilidad sea el resultado de factores altamente sujetos a las expectativas, como son los comentarios oficiales sobre posibles cambios de política. Se da más importancia a los comentarios o anuncios sobre los fundamentales que a los fundamentales, especialmente cuando los comentarios los hacen las autoridades de Estados Unidos. Lo relevante es reconocer que “la volatilidad ofrece a los especuladores mejores oportunidades para hacer dinero, el mercado cambiario es así el paraíso de los especuladores” (Ohmae, 1991:161).

El dinámico crecimiento del mercado cambiario apunta a que la especulación con activos financieros ha sido incluso activada por la GR cuando se requirió de una política monetaria expansionista de los bancos centrales por medio de bajas tasas de interés para contrarrestar los efectos de la crisis. Pero como plantea Blanchard (2016:5): “La política monetaria de los Estados Unidos tiene, ciertamente, importantes y complejos efectos sobre los sistema financieros

de otros países [...] aún no tenemos un conocimiento adecuado de los canales específicos y de su relativa importancia”.<sup>6</sup>

El factor determinante de esta dinámica es la demanda que los especuladores globales, los gigantescos administradores de activos como Blackrock, Vanguard, Fidelity, State Street, Pimco, hacen de bonos del sector privado como del público en las economías emergentes para beneficiarse del diferencial de tasas de interés entre el norte y el sur. Los compradores buscan rentabilidad al prestar a más tiempo y con mayor riesgo y los vendedores aprovechan tasas bajas pero especulan sobre sus monedas nacionales. Se ha incentivado así un acarreo de divisas (*carry trade*) con graves consecuencias para los mercados emergentes (BIS, 2015). El desenlace se complicará aún más cuando el FED aumente las tasas de interés a consecuencia del *tapering*, lo cual hará que se reviertan los flujos, se deprecien las monedas de las EE y las empresas altamente endeudadas se hagan vulnerables a la quiebra. Las expectativas de este patrón de riesgos y desajustes explican la volatilidad del verano de 2013 y las secuelas subsecuentes a finales de ese año, cuando el FED comenzó a aplicar su estrategia de tapering y, finalmente, a partir de diciembre de 2015, cuando el FED incrementó su tasa preferencial de interés. De cualquier manera, los inversores aprovecharán las condiciones de volatilidad para acumular ganancias financieras de corto plazo a costa del crecimiento económico de largo plazo que la economía global requiere.<sup>7</sup> Esta lógica de funcionamiento nos coloca en la necesidad de examinar el debate sobre la movilidad internacional del capital.

<sup>6</sup> Véase también Miranda y Helene (2015).

<sup>7</sup> Tett (2014b:20) llama la atención a la aparición nuevamente de “prestamos de alto riesgo” en el sistema financiero, esta vez relacionados con los automóviles. Estos préstamos que en 2010 ascendían a 700 MMD han crecido 25% en los últimos tres años, lo cual es sorprendente ya que otras modalidades de créditos al consumo se han mantenido bajos desde 2007. Además, advierte que “hace cinco años, los préstamos ‘subprime’ representaban apenas un décimo del total; hoy representan un tercio”. Hasta ahora no hay sinsabores con estos préstamos pero cuando las tasas de interés crezcan los impagos seguramente aparecerán, “sobre todo si los ingresos siguen manteniéndose iguales”. Además, advierte que “partes de la recuperación actual de Estados Unidos se basan en cimientos tambaleantes”.

## **El contexto global. Flexibilización monetaria y especulación**

La lógica de funcionamiento del FED, desde la década de 1980, se sustenta en la idea fundamentalista de que los mercados financieros son racionales, lo cual obliga a aceptar que la especulación financiera es un factor coadyuvante a la estabilidad, tal como lo postulara Milton Friedman. En este contexto conceptual es que el FED, en noviembre de 2008, puso en marcha el programa de “flexibilidad cuantitativa” como su as central para ganarle la partida a la crisis estimulando la economía hacia un sendero de mayor crecimiento, por medio de la creación de liquidez para comprar activos financieros, bonos e hipotecas de largo plazo. El mecanismo funcionaría porque daría mayor liquidez a la economía, lo que rebajaría los tipos de interés de largo plazo. Este programa operó en tres rondas. La primera iniciada en noviembre de 2008, la segunda se pone en marcha dos años después de la primera, en noviembre de 2010, y la tercera ronda se echó a andar en septiembre de 2012.

Esta iniciativa heterodoxa del Banco Central de Estados Unidos dio lugar a que otros bancos centrales le imitaran, lo cual encaminó a que entre 2008 a 2015 los bancos centrales del G7 inyectaron a la economía mundial unos 10 billones de dólares (biD) de liquidez adicional. Un estímulo sin precedente de cantidades extraordinarias de liquidez a los mercados por medio de la compra de deuda corporativa en bonos con distintas tasas de interés y periodos de maduración.

Esta estrategia monetaria ha sido ampliamente defendida y cuestionada al igual que existen experiencias históricas y controversias que ponen en duda su efectividad (Gagnon, 2016; *The Economist*, 2013; Rafiq, 2015; Dobbs *et al.*, 2013; IMF, 2013). Stiglitz argumentaba en 2010 que la “flexibilización cuantitativa” podría costar mucho a los contribuyentes pero no serviría para nada ya que los bancos centrales pueden coadyuvar a controlar la exuberancia irracional de los mercados durante la burbuja al limitar la disponibilidad de crédito o al aumentar tipos de interés, pero no tienen la capacidad para hacer que la inversión se incremente en tiempos de crisis. Ya en 2001 el FED intentó estimular la economía bajando la tasa de interés, lo cual llevó a un festín de consumo pero no de inversión. Keynes planteó argumentos parecidos sobre la irrelevancia de la política monetaria durante la Gran Depresión. Más aún, en el contexto de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, reducir las tasas de interés de largo plazo no tenía mucho futuro dado que las grandes empresas cargaban

excesos de liquidez. Lo que en verdad se requería era crédito para las pequeñas empresas, pero éste era muy caro por los requerimientos colaterales.

La flexibilización cuantitativa actúa, en realidad, como una estrategia de devaluación competitiva debido a que la reducción de las tasas de interés termina por debilitar al dólar, lo cual le proporciona una ventaja competitiva comercial a las empresas estadounidenses. Más grave aún es que la reducción en las tasas de interés induce a un acarreo de divisas en busca de mayores réditos en mercados emergentes, lo cual termina por sobrevalorar las monedas locales. En el fondo la flexibilización cuantitativa es una estrategia que facilita a los productores de Estados Unidos reposicionarse en la competencia comercial internacional sin necesidad de mejorar las condiciones de su productividad. Esta estrategia de política monetaria laxa no fue más que una intervención del FED para inyectar mayor competitividad a su economía tanto interna como externamente.

Esta política de las autoridades monetarias de Estados Unidos, replicada por otros bancos centrales, lo que en realidad representa es la obsesión mundial por lograr mayor competitividad para aprovechar la demanda externa ante la incapacidad de los gobiernos y los consumidores de empujar la demanda interna. Pero esta competitividad no viene de hacer a las economías locales más productivas sino que surge por la manipulación del tipo de cambio. Esta opción de política monetaria pretende estimular el crecimiento interviniendo por el canal de la política cambiaria, lo que termina por socavar el régimen de tipos de cambio libres al sentar condiciones que pueden propiciar una guerra de divisas.

### **El *tapering* y el momento mexicano**

El 20 de junio de 2013 Ben Bernanke, el entonces gobernador del FED, anuncio la posibilidad de un cambio en la estrategia de flexibilidad cuantitativa de la política monetaria, que hasta entonces permitía al banco central comprar en los mercados financieros 85 MMD mensuales en activos de deuda gubernamental para empujar la oferta de liquidez que fortaleciera la dinámica de recuperación de la economía estadounidense. Lo que se pretendía era iniciar el desmantelamiento de esta estrategia de flexibilidad cuantitativa por medio de recortes a las compras mensuales de activos, en consecuencia la denominación de *tapering*. Ben Bernanke parecía responder a la circunstancia de que la economía de



Estados Unidos empezaba a mostrar signos de mayor dinamismo económico pero también parecía responder a las críticas de que la política monetaria laxa que el FED practicaba, al igual que la han practicado otros bancos centrales, pudiera estar creando burbujas especulativas en gran parte de las economías emergentes. Hacía ya algún tiempo que se argumentaba que esta situación de acumulación de deuda por parte del FED requería de ajustes significativos, por lo que la advertencia de Bernanke dejó en claro que los días de excesiva liquidez que afectaban los precios de los activos estaban contados.

El anuncio del gobernador Bernanke hizo que los mercados reaccionaran, pero que lo hicieran con la virulencia que lo hicieron, más allá de lo esperado, sorprendió aun a los expertos. El anuncio de Bernanke de ralentizar la compra de activos, de los cuales el FED había acumulado 2 biD, hizo que el Dow Jones perdiera 2.34% y el Nasdaq 2.28%; por su parte, el US S&P 500 cayó 4% en tres días y el FTSE Emerging Market Index cayó 5% en una semana. El IPC de México se redujo en 3.91%, la peor caída desde septiembre de 2011 al igual que ocurrió en los mercados de Europa (Aizenman *et al.*, 2014; Mishra *et al.*, 2014; Eichengreen y Gupta, 2014; Cerutti *et al.*, 2015).

El peso mexicano se depreció en 3.38% en el mercado local interbancario, su mayor caída desde el 6 de mayo de 2010, lo que convirtió a la moneda mexicana en una de las que más se depreció entre los mercados emergentes. La nuestra fue la divisa, de entre las 24 monedas que monitorea Bloomberg, que más valor perdió contra el dólar entre el 22 de mayo de 2013, cuando Ben Bernanke, gobernador del FED, lanzó la primera señal de terminar con la flexibilidad monetaria, y el 20 de junio, cuando anuncio formalmente la advertencia de que las compras de bonos con dinero del FED se reducirían en un futuro cercano.

La exagerada sobre-reacción de los agentes financieros sólo hizo evidente la baja tolerancia de los mercados, ya que no reaccionaban a cambios en las políticas públicas, simplemente reaccionaron a la perspectiva de posibles alteraciones en dichas políticas. Estas reacciones de los inversionistas financieros apuntaban a la incertidumbre sobre el futuro comportamiento de los bancos centrales para orientar el rumbo de la economía hacia un crecimiento más estable en condiciones nuevas y de gran incertidumbre. Se debe recordar, sin embargo, que en condiciones más normales la política contractiva de 1994 llevó los mercados de bonos a ventas masivas y en 2003 terminó con la fiesta de 10 años que habían experimentado los mercados financieros.

A tan desmesurada reacción contribuyó que las tasas de interés habían permanecido en niveles cercanos a cero por tanto tiempo que el proceso de eliminar tal magnitud de obligaciones se percibía más complicado que en ocasiones anteriores por los posibles efectos sobre la volatilidad y los niveles de pérdidas. La explicación es que las bajas tasas de interés al permanecer por tan largo periodo, crean una resistencia de los jugadores del mercado a cambios de ciclo ya que gran cantidad de activos pueden desaparecer de la noche a la mañana. Para los especuladores, deshacerse de tales montos de activos públicos y privados requeriría de un eficiente y líquido mercado secundario que en las condiciones del momento parecía no estar operando. La tarea que se proponía el FED no tenía precedente y las consecuencias eran poco evidentes y difíciles de predecir. Debemos recordar que la reversión en la política monetaria contractiva de 1994 ocasionó una furiosa venta de bonos, y la de 2003 un acelerado desplome de la Bolsa. En esta ocasión el curso de acción favoreció el fortalecimiento del dólar a la vez que hundió los precios del oro y de las materias primas. Todo esto sin que las tasas de interés se movieran una centésima ni existiera la seguridad de que éstas en Estados Unidos subieran en 2015 como el FED parecía tener la intención de hacerlo.

Para mediados de julio el rendimiento de los bonos gubernamentales de referencia a 10 años de Estados Unidos se había incrementado de 1.6% a 2.6%, lo cual indujo a que los especuladores iniciaran su vuelo a la seguridad con la consecuente apreciación del dólar, lo cual indujo una gran volatilidad y mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El dólar de Estados Unidos se convirtió en la moneda refugio para los especuladores.

El dilema era la existencia de cerca de 4 biD que habrían sido acarreados hacia los mercados emergentes para aprovechar los altos rendimientos que éstos ofrecieron desde 2009, y que al iniciar su vuelo a la seguridad generaban caos en los mercados financieros globales. Sólo hay que observar que en el primer mes después del anuncio de Bernanke, el S&P 500 sufrió una caída de 6% desde su nivel histórico impuesto en mayo de 2013 y el Índice de Mercados Emergentes de FTSE cayó 5% en una semana borrando las ganancias obtenidas en el año anterior. Igualmente se tuvo la reacción del Índice CBOE's VIX, denominado como el índice del miedo al mostrar la volatilidad esperada de los precios de

las acciones, que subió por arriba de 20 en la semana posterior al comentario de Bernanke, nivel que constituye el umbral que separa la complacencia con el miedo.

Los mercados reaccionaron virulentamente ante giros en la estrategia del FED, cuya pretensión era dar mayor estabilidad a la economía pero en un contexto internacional nuevo que no había sido experimentado anteriormente. A esta reacción de los mercados contribuye el hecho de que el FED no explicó adecuadamente los factores que pronosticaban una mejoría de la economía estadounidense ni tomó en cuenta el riesgo de una deflación a la que llevaría la caída de los precios de las materias primas y mucho menos del petróleo, como ocurrió posteriormente. Tampoco se debe descartar la perspectiva de entender el cambio de postura del FED como una vía para forzar a los bancos a que otorgaran más crédito. Más aún, se puede argumentar que este giro es un reconocimiento a que la existencia de la flexibilidad cuantitativa se había convertido en un factor que restringía el crédito.

La salida de estos flujos de capitales desde las economías emergentes, o vuelo a la seguridad, puede no tener un patrón único debido a la heterogeneidad de condiciones en que se encuentran los mercados nacionales de los países industriales. Mientras Estados Unidos apunta en dirección a una fase de recuperación, Europa no logra encontrar piso sólido. Aun Alemania que pisaba sólido en 2014, para finales de 2015 mostraba inseguridad agravada por la crisis de migración desde el Medio Oriente. España e Italia continúan en zona de alta vulnerabilidad y Grecia ha sido un desastre, lo que afectara a toda la zona euro. Mientras no se fortalezca el proyecto de Unión Bancaria y se determinen patentemente las facultades que se le otorguen al Mecanismo Europeo de Estabilización para apoyar a los bancos con problemas la Unión Europea se mantendrá como una zona de alta vulnerabilidad para la economía mundial (Manchón, 2015).

El caso nacional más preocupante en el contexto global ha sido el de China, ya que desde finales de 2012 la producción manufacturera ha estado retrocediendo hasta alcanzar el indicador adelantado de la actividad manufacturera el nivel de 48.3 en junio de 2013. Un factor relevante para este resultado es la restricción monetaria impuesta por el banco central que movió las tasas de interés al alza con consecuencias negativas para el otorgamiento de crédito y la demanda por préstamos. El alto ahorro que sustenta la economía China complica el panorama, particularmente cuando se reconoce que este alto ahorro lo hacen las empresas.

Los hogares tienen un nivel de 20% del ingreso, lo cual es normal en Asia. Pero las empresas, con niveles de ahorro del 20% duplican el ahorro que hacen las empresas occidentales. A tal resultado contribuye la política de incentivos fiscales para las empresas públicas y de subsidios a las empresas privadas por créditos a bajo costo, ya que el ahorro que hace la gente pobre no alcanza ni para cubrir la inflación. Yifu Lin (2013) argumenta que a estos efectos de represión financiera se le deben agregar las bajas regalías que pagan las compañías de recursos naturales, si se pretende entender las causas de la inmensa transferencia de riqueza hacia los pocos ricos que existen en aquel país. Así, para que la economía china retome nuevamente una ruta de mayor crecimiento será necesario mejorar la capacidad adquisitiva de la gran mayoría de la población para dinamizar el consumo interno. En este aspecto, China da muestras de no ser diferente estructuralmente al resto de los países pobres y en desarrollo. La diferencia está en la capacidad de reacción de las autoridades y en lograr resultados propuestos al ser aún una economía centralmente planificada.

La tendencia de apreciación que experimentó el renminbi también es un factor que contribuye a la ralentización de la economía mundial al impactar negativamente la demanda mundial por materias primas, lo que ha presionado a la baja los precios en este sector de la economía. Pero estos efectos desequilibrantes recientes que proyecta la economía china nada tienen que ver con los desequilibrios globales a los que se adjudica gran responsabilidad por la Gran Recesión. Yifu Lin rechaza el argumento de que los desequilibrios globales fueron provocados por la subvaluación del renminbi, como lo ha argumentó Ben Bernanke. Para Yifu Lin (2013) el responsable mayor de la GR es el FED por su política de dinero barato impuesta desde la crisis de 2001 y su aceptación y apoyo al proceso de desregulación financiera desde mucho antes (Rozo, 2011).

El gran temor contemporáneo para las economías emergentes es la velocidad a la cual pudieran salir los capitales especulativos en su vuelo a la seguridad. Ello causaba serias perturbaciones a sus economías con consecuencias significativas sobre los precios de los activos financieros, sean acciones, bonos o divisas. Al anuncio de Bernanke, en mayo de 2013, el IPC mexicano cayó 3.91% y el peso tuvo una depreciación de 3.38% en el mercado local interbancario, la peor desde el 6 de mayo de 2010, lo que colocó a esta divisa como una de las monedas emergentes que más se depreció a consecuencia de este anuncio. Más aún, de las 24 divisas de países emergentes monitoreadas por Bloomberg, el peso

mexicano fue una de las que más valor perdió contra el dólar en las semanas que siguieron al anuncio inicial de Bernanke sobre la posible reversión de la flexibilidad cuantitativa.

Tal comportamiento puede deberse a que en México comprar y vender bonos y acciones se hace con más facilidad que en otros mercados emergentes, lo cual da la apariencia de un sistema financiero altamente desarrollado que hace que los especuladores lo vean con mucho atractivo para crear y realizar grandes ganancias por medio de operaciones de acarreo de divisas. En México a esta lógica perversa de los capitales especulativos se les denominó el “momento mexicano”. Con la contracción en la política monetaria de Estados Unidos, por medio del tapering, México perdió atractivo para el estacionamiento de estos capitales golondrinos debido a que el momento mexicano deriva del amplio diferencial entre sus tasas de interés y las que se han mantenido en el exterior, como se examina más adelante. El dilema mexicano es que la magnitud del diferencial entre tasas de interés encuentra una fuerte correlación con el atractivo mexicano, por lo tanto, al desaparecer uno desaparece el otro. Este diferencial de tasas de interés ha sido el factor que lleva a que el peso se convirtiera en una de las monedas más cotizadas en los últimos años y que haya ganado terreno en el mercado cambiario mundial.

Lo que definitivamente no parece factible es que el aumento en el volumen de operaciones cambiarias se deba al repunte que de la clase media en el país con relevantes modificaciones en la composición de la estructura social. Datos del INEGI apuntan a que la clase media pasó de 35.5 a 44 millones de personas, un aumento de 24% entre 2000 y 2010. Estos niveles colocan al 39.2% de los mexicanos en la categoría de clase media, lo cual incluye al 47% de la población y al 50.1% de los hogares que son fundamentalmente urbanos. En el medio rural sólo 26% de la población con 28.1% de los hogares alcanzan esta clasificación de clase media. Por su parte, la clase alta es apenas 1.7% de la población con cerca de 1.9 millones de personas, mientras que en la clase de bajos ingresos se clasifica a 68.7 millones de mexicanos que equivalen al 59.1% de la población. Difícilmente puede argumentarse que estos cambios en la estructura de ingresos personales tengan mucho que ver con el aumento en transacciones cambiarias cuando el poder de compra de los salarios no ha dejado de caer desde la década de 1980, simultáneamente a que la distribución de la riqueza se concentra en los

de más alto nivel de ingreso (Dávila, 2011), como en general ocurre en todos los países (Piketty, 2014).

Tampoco puede atribuirse este repunte del peso en los mercados internacionales al crecimiento que la economía mexicana ha tenido a lo largo de la GR ya que la tasa promedio anual de crecimiento del PIB en el primer lustro de la crisis apenas alcanzó 1.7%, y se redujo a 1.2% en 2013. Factores externos, como el comportamiento de altas y bajas que han tenido las exportaciones y las remesas, son determinantes para este resultado como internamente lo son el bajo gasto federal con su caída en inversión pública y la significativa reducción de la inversión privada, lo cual se manifestó en la parálisis que ha sufrido el sector de la construcción de vivienda o el estancamiento que experimentó el consumo de los hogares.

La mayor presencia del peso mexicano en los mercados cambiarios simplemente es consecuencia del aumento en transacciones interbancarias que provienen de operaciones de residentes en el exterior y de operaciones de fondos de inversión, los autores principales del acarreo de divisas. Esta lógica se expresa en la variación de los flujos de cartera. En diciembre de 2013 la magnitud de las operaciones cambiarias fue de 339 MD, una reducción de 139 MD frente al cierre de noviembre, pero un desplome de 94% frente al 16 de abril, cuando alcanzó 6 334 millones de dólares.

Esta reacción de los mercados financieros al anuncio del posible inicio del tapering sólo mostró, una vez más, que el sistema financiero internacional es fundamentalmente inestable como recientemente lo afirman Yifu Lin (2013) y Mandeng (2013). Este último analista sostiene que el sistema financiero internacional no trabaja para lo que fue diseñado y que el acarreo de divisas, el desequilibrio de tipos de cambio y los cambios en políticas que afectan flujos de liquidez, muestran simplemente que el sistema monetario internacional está fuera de orden:<sup>8</sup>

<sup>8</sup> En un orden de cosas un tanto diferente pero pertinente para calificar el funcionamiento actual del sistema financiero, como es el de la moralidad, despierta aceptación el pronunciamiento de Justin Welby, arzobispo de Canterbury, Inglaterra, en contra de los prestadores de corto plazo, principalmente la organización Wonga, a la que calificó como “moralmente equivocada” y le criticó de ser “agiotistas legalmente organizados”, comparable con los usureros del Antiguo Testamento. El hecho de que esta industria creció de 900 millones a 2.2 billones de libras esterlinas

[y es] inherentemente inestable como consecuencia de las asimetrías que existen entre el acervo de activos líquidos en dólares que son comercializables, fungibles y relativamente seguros y los activos en otras monedas. Con 47 biD de inversiones internacionales brutas, la posición de Estados Unidos es 20 veces la de Brasil, 51 veces la de India y 74 la de África del Sur. Cualquier movimiento en activos de Estados Unidos es inmenso relativo a lo que ocurre en otras monedas y se transforma en movimientos en los precios de los activos y de los tipos de cambio. Nada que puedan hacer los países pequeños.

Esta condición de inestabilidad la puntualizó sin titubeos la señora Yellen, nueva gobernadora del FED desde el primero de febrero de 2014, en su primera comparecencia ante la Cámara de Representantes de Estados Unidos, al afirmar que la turbulencia que ocurrió en los mercados emergentes ante el tapering no constituyó “un riesgo sustancial para las perspectivas económicas de Estados Unidos” (Stephens, 2013:16). Es decir, lo que ocurre en los mercados emergentes es relevante sólo cuando afecta a Estados Unidos. Sin duda, este comentario hace evidente qué tan lejos se encuentran nuevamente los líderes políticos de los países ricos de las posiciones que tuvieron en las primeras reuniones del G20, cuando llegaron a reconocer la necesidad de supeditar los intereses nacionales para encontrar formas colectivas para actuar en el interés global, salvar la interdependencia y evitar el colapso económico.

### ***Post tapering hacia la normalización monetaria***

La fortaleza del crecimiento de la economía de Estados Unidos, y en consecuencia de la economía global, se convirtió en una preocupación después de que el FED terminara con la flexibilización monetaria y se orientara a iniciar el proceso de normalización de su política monetaria. El riesgo de recesión en Estados Unidos es bajo pero ha aumentado como consecuencia de un menor crecimiento global,

---

en los tres primeros años de la crisis es un factor de agravio para el prelado. La solución propuesta por Welby es prestarle a las uniones de crédito que compiten con estos usureros las propiedades de la iglesia (16 mil establecimientos) para que puedan hacer préstamos a menor costo.

pero también por tendencias en su propia economía. La producción industrial tuvo bajas en 10 de los 12 meses de 2015, lo cual se relaciona normalmente con posibilidades de recesión. El índice ISM, de la Asociación de Gerentes de Suministro de Estados Unidos, ha experimentado contracción durante varios meses al tiempo que el dólar experimenta mayor fortaleza pero también la tendencia del crédito bancario ha sido motivo de preocupación, ya que cuando las normas de otorgamiento de crédito se endurecen en el crédito a las empresas, la economía puede encontrarse en una senda de recesión. La baja en el precio de petróleo luego de manifestar sus efectos positivos, ha demostrado que también tiene un lado negativo. No obstante que el empleo se mantiene bajo, los subsidios al desempleo empiezan a aumentar, como igualmente aparecen presiones de tipo salarial. También, han aparecido desequilibrios de oferta y demanda cuando los pedidos aumentan más rápido que los inventarios.

El panorama global se complica por los temores sobre el comportamiento de la economía china y el efecto que su desaceleración ha tenido en el desplome de los precios de las materias primas y en la caída del comercio internacional, pero más preocupante es la volatilidad que causa su política cambiaria. A nivel global una grave preocupación es la que ha generado las dudas sobre la capacidad de los bancos centrales de seguir apuntalando la dinámica de crecimiento. Ello apunta a los límites de la política monetaria y el fracaso de los bancos centrales para orientar el curso de la recuperación (Blanchard *et al.*, 2015).

Después de 15 meses de haber terminado la estrategia de tapering el Comité de Política Monetaria (FOMC, siglas en inglés) del FED se movió a realizar el primer incremento a la tasa de referencia en 0.25% el 16 de diciembre 2015, lo cual ubicó la tasa en un rango de entre 0.25%-0.50%. La decisión de este Comité de iniciar el proceso de normalización de su política monetaria llevó inicialmente a la estabilización de los índices bursátiles que cerraron la jornada con ganancias: el Dow Jones subió 1.28%, el S&P 500 lo hizo en 1.45%, el Nasdaq ganó 1.52% y el IPC mexicano aumentó 1.22% al ubicarse en 43 429.72 puntos. El bono del Tesoro de Estados Unidos a dos años llegó a un rendimiento de 1.0025%, en tanto que el de 10 años rindió 2.2960%, mientras que el bono gubernamental mexicano a 10 años bajó a 3.962%. Ese mismo día en México se dio una reacción favorable en los mercados al aumentar la compra de activos de mayor riesgo como las acciones y el peso como señales de que la recuperación del principal socio comercial de México continuaba fuerte. El peso se ubicó



como la moneda con mayor recuperación entre las de EE de América Latina y la número tres mundial en la muestra de Bloomberg.

El lado problemático del fin de la política de flexibilización monetaria es que está pendiente cómo el FED eliminará o reciclará la acumulación de activos que la nueva reglamentación de Basilea III, sobre niveles de capitalización y de administración de riesgo, hace menos atractiva. La última vez que el FED había incrementado la tasa de referencia, en diciembre de 2008, el balance en sus libros se ubicaba en 890 MMD. Luego de estas tres rondas de flexibilización monetaria este balance se ubicó en 4.5 biD equivalente a 25% del PIB, lo que implica la quintuplicación, en sólo un lustro, de tenencia de bonos respaldados por hipotecas y bonos del tesoro en el balance del FED. Algo semejante ocurre con el balance de los otros bancos centrales que mantienen políticas de flexibilización monetaria. Según estimaciones del Banco de América, el balance del BCE puede llegar al 33.8% del PIB comunitario en mayo de 2017 y que el del Banco de Japón podría terminar en 108% de su PIB para finales de 2016. La gran interrogante para todos estos bancos, pero con mayor urgencia para el FED, que no parece tener aún una respuesta es ¿cómo se va a resolver esta acumulación de pasivos?

Un dilema que requiere de una solución más inmediata está en la encrucijada en que se encuentra la economía mundial por la dirección opuesta en que se mueven las políticas de los tres bancos centrales más importantes. Mientras el FED se mueve hacia una política monetaria restrictiva, los otros dos lo hacen en la dirección de mayor flexibilidad y de largo plazo ya que el BCE mantendrá su postura actual hasta marzo de 2017. ¿Cuál debe o puede ser el comportamiento de los mercados financieros ante esta divergencia de las políticas monetarias nacionales? El primer elemento a notar es la falta de cooperación que puede existir entre estos bancos por la urgencia de enfrentar sus realidades nacionales. Se argumenta que las repercusiones inmediatas de estos comportamientos divergentes sobre los mercados financieros ineludiblemente pueden llevar a una mayor volatilidad. Pero también existe la posibilidad de argumentar que si estos bancos actuaran en la misma dirección el grado de volatilidad podría ser aún mayor.

Igual de preocupante para la volatilidad experimentada por los mercados financieros es la cada vez mayor relevancia que tiene la geopolítica en definir el rumbo de la economía mundial, a lo cual contribuyen grandemente el nuevo rol que desempeñan los mercados emergentes, principalmente China e

India. El dilema es que no es del todo claro y evidente cómo se dan las nuevas interdependencias y cómo funcionan los diferentes canales de transmisión de los desequilibrios, lo cual repercute en aumentar la incertidumbre. Uno de estos canales de transmisión de desequilibrios es la pérdida de confianza en el funcionamiento de los mercados al reconocer que éstos no son perfectos ni racionales. Otro canal de acción igualmente relevante y paulatinamente más vigorizado es el nacionalismo con el cual se definen las políticas económicas, como ocurre en India, China, Rusia, Turquía e incluso Estados Unidos y algunos países más en Europa. Más coyuntural pero igualmente acuciante es el dilema migratorio que tiene efectos nocivos para la Unión Europea. Por ejemplo, las diferencias en las actitudes nacionales para aceptar o no refugiados han creado confrontaciones que ponen en duda la continuidad del Acuerdo Schengen para la libre movilidad de las personas. A nivel nacional Grecia ha incurrido en gastos extraordinarios cuando su situación financiera es realmente crítica, y en el Reino Unido el tema de los inmigrantes ha sido de gran relevancia para el resultado del referendo sobre su permanencia en la Unión Europea.

La transcendencia e importancia de la geopolítica es que los resultados de las políticas económicas se hacen impredecibles y, en consecuencia, los modelos matemáticos y lógicos sobre los que se hacen predicciones de planificación se vuelven disfuncionales. Esta impredecibilidad que caracteriza a los mercados lleva a que las estrategias consolidadas que en el pasado dieron resultados positivos y aceptables en la actualidad sean inútiles. Todavía a inicios del presente siglo se aceptaba que los modelos en uso eran racionales y relativamente funcionales pero desde la crisis de las hipotecas de alto riesgo, iniciada en 2007, este enfoque dejó de ser funcional ante las intervenciones caprichosas de los gobiernos y de los inversionistas que evidencian un alto grado de imprevisibilidad. El mercado petrolero es quizás el ejemplo más evidente de este comportamiento con la continua elevación de la oferta, no obstante la permanente tendencia a la baja de su precio. La demanda mundial de crudo en diciembre de 2015 fue de 95.3 millones de barriles diarios mientras la oferta llegaba a los 96.8 barriles, 1.5 millones de exceso. Incluso el acuerdo de febrero de 2016 entre cuatro de los grandes productores de petróleo (Arabia Saudita, Venezuela, Qatar y Rusia) para controlar la oferta no produjo el resultado deseado como pudo haber ocurrido en tiempos pretéritos. Igualmente significativas son las decisiones de inversionistas de gran peso, como la de Warren Buffet que en enero de 2016 apostó por la

firma de refinería Phillips 66 cuando menos de un año antes se deshizo de una importante inversión en Exxon Mobil. El rumbo de los mercados no se puede predecir cuando las políticas pintan a capricho e irracionalidad.

Incluso la decisión del FED de incrementar la tasa de interés en diciembre de 2015 ya para febrero de 2016 había sido altamente cuestionada, lo cual ha llevado a la gobernadora Yellen a sugerir ante el Congreso de Estados Unidos que es improbable un aumento adicional de la tasa de interés en el corto plazo. Su argumento es que el turbulento comportamiento del mercado financiero global puede afectar el crecimiento de la economía de Estados Unidos a partir de una caída en los precios de las acciones, por costos de crédito más elevados para prestatarios de mayor riesgo o por la tendencia de apreciación del dólar que ha afectado sensiblemente las exportaciones del país. Incluso apuntó que un grave factor de riesgo es la política del gobierno chino no porque desacelere su economía sino porque su política cambiaria genera gran incertidumbre sobre las perspectivas de la economía global.

Pero se debe considerar que no todos los actores en el mercado tienen la misma visión sobre lo que se requiere. De hecho, los agentes en el mercado se dividen entre quienes se preocupan por el crecimiento y quienes ven amenazas y vulnerabilidad por las burbujas de activos. Los primeros no veían como positivo el aumento en la tasa de interés y consideraban que debía postergarse lo más posible hasta que la inflación se mostrara en su verdadera dimensión, mientras que los segundos consideraban que el aumento era necesario inmediatamente para contener una burbuja especulativa, como lo proclamaban los bancos comerciales. Estas lógicas dan pie a entender el porqué del apresuramiento y urgencia del FED para incrementar la tasa de referencia, o lo que es lo mismo, ¿quién presionó por tasas de interés más altas? Podría argumentarse que, en general, la población con más altos ingresos que tienen inversiones financieras es la que más presionaría a las autoridades monetarias por el aumento de tasas, pero también debemos considerar que este grupo de interés tiene igualmente pasivos que obligan a pagos de interés que restarían de las ganancias, de hecho les perjudicaría, por lo que el resultado final para este grupo es altamente ambiguo. En realidad, el sector más favorecido por esta alza de tasas es el de los banqueros comerciales, cuyo beneficio está más concentrado en el corto que en el largo plazo y a los cuales el bajo nivel inflacionario no les favorece en términos de

rentabilidad. Se deduce que ha sido este grupo reducido de banqueros que están en continuo y diario contacto con las autoridades monetarias quienes más han presionado al FED para tomar tal decisión. Según DeLong (2015), la urgencia viene de “las presiones de bancos comerciales con demasiada influencia en la formulación de las políticas oficiales”. Todo parece indicar que subir tasas de interés en tiempos de baja inflación es buena idea para la ganancia de los bancos comerciales pero negativa para el resto de la población.

El hecho relevante es que después del aumento de la tasa de referencia del FED a mediados de diciembre de 2015 las tasas de largo plazo tendieron a la baja, como ocurrió en Estados Unidos y México. Ello apunta a un cierto grado de desconfianza en la fortaleza de la economía de Estados Unidos que se ve frenada por la tendencia de desaceleración en Asia y Europa, de la fortaleza del dólar y la drástica y continua baja de los precios del petróleo. Este ambiente ha creado un grado de volatilidad en los mercados cambiarios que parece permanente al cual tendrán que acostumbrarse los inversionistas.

### **¿Hacia una nueva recesión?**

Las reservas internacionales de china cerraron 2015 con un volumen de 3 bi 330 MD aunque su máximo llegó a 3 bi 993 MD, lo cual llevó a que los indicadores bursátiles tendieran a su máximo crecimiento, pero cuando el banco central intervino para evitar un mayor descalabro, los inversionistas liquidaron activos con efectos inmediatos en la economía mundial. Esta intervención devaluatoria del yuan a principios de enero de 2016 tuvo un efecto global generalizado al levantar la expectativa de que el gobierno chino iniciaba una guerra de divisas.

El antecedente de esta situación es la burbuja en la que se encontró el mercado accionario de China entre diciembre de 2014 y marzo de 2015, lo que lo obligó a entrar en una fase de corrección, la cual logró estabilizar para agosto. No obstante, el martes 25 de agosto el Banco Popular de China nuevamente causó gran preocupación en los mercados al recortar la tasa de interés. El efecto fue casi sísmico y generalizado globalmente debido a que el índice general de compras (ISM) de China se ubicó en 47.1 unidades, el nivel más bajo desde marzo de

2009, lo cual levantó temores de un debilitamiento de la economía china que generaba gran volatilidad.

La devaluación del yuan detonó una caída de 8.5% en el índice Shanghai Composite el lunes 24 de agosto, mientras el Global Dow cayó 3.91%, lo cual causó una caída en la valorización de los mercados bursátiles mundiales por 2 bi 426 mil millones de dólares. El Euro Stoxx perdió 5.35% y el Asia Dow 4.94% mientras el Dow Jones de Nueva York cayó 3.6% y la Bolsa Mexicana de Valores lo hizo en 1.64 por ciento.

La devaluación realizada por la autoridad monetaria china pretendió enviar el mensaje de que se contaba con las herramientas de política fiscal y monetaria necesarias para contrarrestar cualquier episodio de volatilidad. Este cambio de política tuvo dos propósitos en dirección a fortalecer la reestructuración que viene experimentando China en su modelo de desarrollo hacia la mayor robustez del mercado interno y la mejora del medio ambiente. Un propósito era incentivar el consumo y el otro proporcionar mayor liquidez a los mercados, pero los dos están más centrados en lograr mejorías en la calidad del desarrollo de la economía china que en la velocidad con la que se puedan llevar a cabo estos logros. Estos son objetivos válidos y obligados pero no necesariamente debían provocar el derrumbe ocurrido. El conflicto aparece por los efectos de los movimientos de la tasa de interés china sobre los precios de las materias primas globalmente. La reducción de la demanda de China por estos productos se traduciría nuevamente en menores presiones inflacionarias y mayor debilidad económica global. Ello necesariamente complicó la toma de decisión del FED para manejar su política monetaria y se constituyó en un factor de mayor inestabilidad.

La devaluación de 4.4% del yuan en tres sesiones consecutivas en enero de 2016 sacudió a los mercados y elevó las expectativas de una guerra de divisas. El factor atenuante de tal decisión es que el valor del yuan no se movía desde 2014 cuando todas las demás monedas se habían depreciado en cerca de 25%. Para México este movimiento de la autoridad china fue muy preocupante por el grado de competencia en que estos dos países se han enfrascado para mejorar su posición en el mercado de Estados Unidos, lo cual afecta alrededor del 70% de los productos mexicanos que se exportan a Estados Unidos.

### **Efectos sobre México: salida de capitales**

Las acciones y las monedas de mercados emergentes se desplomaron en 2015 ante la inminente subida de la tasa de interés de referencia del FED y, aún más, por la reticencia del Comité Monetario para tomar tal decisión prontamente. Naturalmente que el aumento de dicha tasa implicaba que se reducía el atractivo de los rendimientos que proporcionaban los activos de estos mercados.

En México el banco central se mantuvo en consonancia con el FED al incrementar su tasa de referencia del 3%, en vigencia desde el 6 de junio de 2014, en la misma cantidad de 0.25 puntos porcentuales el día siguiente, el 17 de diciembre, elevando la tasa de interés de fondeo a un nivel de 3.25%. La respuesta de los mercados fue de tranquilidad total al no darse una reacción de salida de capitales pero su efecto de más largo alcance no era claro al depender del impacto que este incremento en la tasa de referencia puede tener sobre la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), la principal referente para créditos corporativos. No obstante, se debe tener en mente que el propósito de este movimiento al alza de la tasa de referencia es mantener alineado el peso con el dólar a fin de evitar una brusca salida de capital especulativo en vuelo a la seguridad. En este juego de tasas la “búsqueda de rendimiento” continuará sin que haya salida masiva de dólares de las economías emergentes al permanecer los diferenciales atractivos para los inversionistas, según lo argumenta Yacob Arnopolin, administrador de dinero de Goldman Sachs Asset Management (Bloomberg, 2015a). Este incremento no pretendió neutralizar las fuerzas negativas que inciden sobre el peso mexicano sino disipar y trasladar hacia el futuro las presiones sobre la divisa nacional, como efectivamente ocurrió en enero de 2016 cuando este conjunto de fuerzas se ponen en movimiento por los descalabros bursátiles en la economía china y sus efectos sobre los mercados financieros y cambiarios mundiales.

El registro de pérdidas significativas en el mercado de capitales de China impactó negativamente, con un efecto contagio, las economías de Europa y América. En términos reales para el caso mexicano estos resultados se reflejan en el indicador IMEF. Así, en diciembre de 2015 dicho indicador no manufacturero terminó en el nivel de 49.5 puntos acumulando 21 meses de contracción en el empleo, por su parte el indicador del sector manufacturero bajó a 50.7 puntos luego de alcanzar 52.2 puntos en noviembre en concordancia con el índice PMI de

Markit Economics que llegó a 53 puntos. Más grave es que esta vulnerabilidad se transmitió al mercado cambiario. Así, el peso mexicano, al cierre de enero de 2016, se clasificó como la segunda moneda más depreciada luego de alcanzar un valor de 18.8024 pesos por dólar el 21 de enero. Se registró una depreciación máxima de 9.27% respecto al cierre de 2015 y de 87% respecto de 2008. No es que el peso no haya experimentado alta volatilidad del tipo de cambio en el pasado ya que entre 1993 y 1997 la devaluación real fue de 20.3% y entre diciembre de 2007 y diciembre de 2009, años de la GR, la depreciación real frente al dólar fue de sólo 9.1%. Pero en 2015 el peso mexicano fue la octava moneda con mayores pérdidas con una depreciación de 14%. En términos reales la depreciación de 2016, debido al bajo nivel de inflación de la economía mexicana, constituye uno de los episodios históricos de devaluación más graves, no obstante que en 2015 se tuvo una menor entrada de dólares al país como resultado de un menor flujo de capitales golondrinos al mercado de deuda gubernamental, a la pérdida del dinamismo exportador y a la menor actividad empresarial en Pemex. También se debe tener en cuenta que la debilidad del crecimiento a nivel global constituye una dificultad para que los países en desarrollo puedan obtener divisas por la reducción en los flujos comerciales como también por la disminución de los flujos de capital ante las expectativas de nuevos aumentos en la tasa preferente de Estados Unidos.

En 2015, como consecuencia de las expectativas de alza de la tasa de interés por parte del FED, los inversionistas no residentes compraron apenas 422 MD, el menor monto desde 2003. Así, de febrero al cierre de año se tuvo una reducción de 60 929 MP, que tomando en cuenta la depreciación equivale a 20 491 MD. En 2014 la entrada fue de 288 649 MP, mientras que el mayor flujo se dio en 2012 con 597 562 MP. En conjunto, a diciembre de 2015 la tenencia de activos financieros gubernamentales en manos de no residentes ascendió a 2.12 biP, equivalente a 123 266 MD. Estos movimientos cambiarios hicieron que las reservas internacionales cayeran 8.5% o 16 516 MD en 2015, el mayor descenso desde 1994. Podría argumentarse que este es un resultado menor si se consideran las pérdidas que tuvieron otros países: Rusia perdió 15.2%, Arabia Saudita 12.1%, China 10.6%, Noruega 10.2%, Argentina 12.3% y Ecuador 51 por ciento.

La explicación a estos resultados hay que encontrarla en el hecho de que el peso mexicano se ha convertido en una divisa predilecta de cobertura internacional por medio de posiciones especulativas en el mercado de futuros en Chicago.

También debemos considerar la expectativa de que México pudiera caer en una crisis semejante a la de 1982 con una moratoria de pagos. Las posiciones netas de que el peso continuaría depreciándose incrementaron entre noviembre de 2015 y enero de 2016. La realidad es que el flujo de inversión de cartera a la economía mexicana, cercano a 300 MMD desde 2008, se ha convertido en un Caballo de Troya por su poder desestabilizador. Durante 2015 las subastas de dólares por el Banxico alcanzaron un monto de 24 515 MD con cargo a las reservas que no fueron suficientes para contener la depreciación del peso. Ello debido a que la demanda por dólares se mantuvo constante pero la oferta decreció. Las subastas en dólares, con o sin precio mínimo, por 200 o 400 MD no fueron suficientes para compensar la menor oferta, por lo cual no se llegó a una estabilización del tipo de cambio. Pero como lo afirmará el gobernador del Banco de México, ese no era el propósito, sólo se pretendió sentar un nivel de tipo de cambio al proporcionar mayor liquidez al mercado (Patiño, 2016:9). La mayor manifestación de estos desequilibrios se da en el aumento de 45 puntos base que experimentó el riesgo país durante enero y principios de febrero de 2016, un crecimiento de 19.4% respecto al cierre de 2015. El hecho duro es que los bonos mexicanos pagaran una mayor tasa de beneficio para mantener esta inversión de corto plazo en el país.

Además, la relación peso-dólar es de las más vulnerables entre las divisas de América Latina por el temor a que crezca la deuda externa para cubrir el servicio de la deuda por la situación crítica que atraviesa Pemex, cuya deuda se encuentra en dólares. Si bien es cierto que la tasa de referencia de México es relativamente baja, si se le compara con el 15% de Brasil, y que la economía mexicana tenga muy sanos sus fundamentales, como aseguran las autoridades mexicanas (Patiño, 2016), el dilema es que el riesgo en México puede ser mayor.

Dentro de estos mercados el de México fue uno de los más castigados, si se considera, por ejemplo, que el fondo de inversión iShares MSCI Mexico Capped RTF de BlackRock perdió 49% de sus activos e iSahares MSCI Emerging Markets 35%, durante el año. Más problemática es tal situación cuando la pérdida se calcula en términos de dólar. El IPC mexicano cayó 3% a lo largo de 2015 pero en términos de dólar el bajón fue de 17%, lo cual contribuye a explicar la gran salida de capital. El problema es más grave, como claramente lo explicó Paul Christopher, estratega de Wells Fargo Investment Institute en St. Louis, al afirmar que “México constituye una manera popular que tienen los inversionistas



extranjeros de apostar a todo lo que tenga que ver con mercados emergentes”. En los hechos, México se ha convertido en un representante de las EE, lo que lo ha convertido en un “chivo expiatorio”, tal es que las expectativas de subida de la tasa de referencia del FED habían “generado una mala predisposición hacia las acciones mexicanas” (Bloomberg/Bain, 2015:15).

Los inversionistas consideran que México es uno de los integrantes más líquidos y negociables libremente dentro de la canasta de mercados emergentes para monedas, tasas y títulos, por ende su desempeño y sus flujos, especialmente en el ámbito de los títulos, suele ser una función beta con respecto al conjunto más amplio de mercados emergentes”, dijo Heidi Richardson de BlackRock (Bloomberg, 2015a:15). El hecho central es que el peso está siendo usado por los especuladores como moneda de cobertura contra el riesgo de otros mercados emergentes. Más aún, hay corredores de bolsa que se han especializado en especular contra el peso mexicano, como lo son Michael Hasenstab de Franklin Templeton, Bill Gross y Laurence D. Fink. Hasenstab afirmaba el 6 de octubre de 2015 que compraba pesos como una oportunidad en varias décadas “de comprar activos muy baratos” (Bloomberg, 2015b:13).

Las excesivas entradas de capital al mercado de dinero comenzaron a corregirse en 2014 ante el inminente alza de tasas de interés por parte del FED. Ello implicó adoptar una postura vendedora de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda local. La salida de capitales tuvo un primer desboque a inicios de 2015. Del 4 de febrero al 1 de abril los no residentes vendieron cetes, bonos y unibonos por 126 545 MP (11 482 MD) por lo que la tenencia de deuda gubernamental pasó de 2.180 biP el 4 de febrero de 2015 a 2.053 biD el 1 de abril, una reducción de 126 545 MP. Tan sólo el primero de abril de 2015 los inversionistas no residentes vendieron una cantidad superior a lo que hasta ese momento sumaban las subastas del Banxico al alcanzar 55 243 MP, equivalentes a 2 337 MD, mientras que las subastas llegaron a 1 544 MD. El instrumento más demandado ha sido el Cete debido a su mayor liquidez. Los movimientos en los réditos muestran cómo los mercados descuentan factores que pueden ser negativos. Así, el bono mexicano a 10 años llegó a cotizar a 5.13% a finales de enero, pero un mes después alcanzó 6.07% y para el 12 de abril ya se encontraba en 5.73 por ciento.

Las perturbaciones monetario-financieras de los últimos años reforzadas por el anuncio del tapering y los desequilibrios que ello está generando obligan

a pensar que el dólar ya no puede ser una moneda ancla para todo el sistema. Se hace necesario, afirma Yifu Lin, desamericanizar las finanzas mundiales buscando un sustituto al dólar como moneda de reserva. Por su parte, Mandeng opina que para un mejor funcionamiento de la economía internacional se requiere menor dependencia en el dólar, de lo contrario se mantendrán las crisis cambiarias y la volatilidad de los activos lo cual hace necesario tener más monedas que permitan ajustes más ordenados. Yifu Lin considera, sin embargo, que un sistema de múltiples monedas de reserva puede ser aún más inestable.<sup>9</sup> Suponemos que este contexto es al que se refiere el FMI cuando reconoce, a finales de 2013, que se está en un escenario de transición y de tensiones con excesivas incertidumbres y demasiados riesgos que demanda de una gran capacidad de coordinación internacional. Sin coordinación y cooperación no se logrará, como argumenta Mandeng, reducir las asimetrías antes apuntadas. Lograr el debate propuesto sobre la relación entre liberalización, crecimiento y estabilidad con miras a una reforma profunda del sistema monetario-financiero global sería un primer paso. El dilema contemporáneo es que no parece existir tal disposición. La implementación del tapering es indiscutible evidencia en dicho sentido, como también lo es el fracaso para lograr una nueva estructura de regulación financiera internacional. El setenta aniversario de Bretton Woods fue la oportunidad para pensar formas diferentes de organizar el sistema monetario internacional a partir de la pregunta que hacen Mateos y Lago, Duttagupt y Goyal:

¿Qué es lo que está errado en el sistema actual? [A lo cual responden que] La dependencia en un solo país como oferente clave de los activos de reserva globales da a este país una ventaja única –algunos lo llaman un “privilegio exorbitante”– en el diseño de sus políticas. Ello se debe a que este país central tiene mucho más espacio para sus políticas macroeconómicas en virtud de la mayor liquidez de sus mercados y de la habilidad para endeudarse en su propia moneda a costos más bajos, al igual que por el señoreaje que gana por la emisión de moneda global (distinto de, pero asociado con su rol como activo de reserva) (2009:7).

<sup>9</sup> Yifu Lin propone la creación de una nueva reserva global llamada Oro de Papel (p-gold) que recuerda la propuesta de Keynes de crear el Bancor. Las monedas nacionales se mantendrían fijas al p-gold, con acuerdos para devaluar o revaluar. Algo parecido a lo que fue el patrón de cambios oro-dólar acordado en Bretton Woods en 1944.

### **Acarreo de divisas y proteccionismo cambiario**

La urgencia de recuperar la dinámica de crecimiento en Estados Unidos llevó a una política monetaria laxa por medio de la estrategia de estímulos cuantitativos que indujo a una reducción en la tasa efectiva de Fondos Federales a prácticamente cero. Una política semejante fue puesta en marcha por el Banco Central Europeo (BCE) en 2015. Estas políticas han tenido un doble efecto en los mercados financieros. Llevaron a bajos rendimientos en inversiones financieras en Estados Unidos y Europa, lo que a su vez incentivó a trasladar enormes cantidades de capital de los países ricos hacia economías en desarrollo con mayores tasas de rendimiento. Los inversores financieros para mejorar su rentabilidad han inundado de liquidez los mercados de dinero de los países emergentes, con un monto de capitales de alrededor de 800 MMD en flujos privados netos de cartera que entraron a estos países entre 2009-2014.

La estrategia de flexibilización monetaria del banco central de Estados Unidos, ante la expectativa de menor crecimiento económico, incentivó el acarreo de divisas hacia la compra de bonos de mercados emergentes en una apuesta de rendimiento contra riesgo. Además dicha estrategia monetaria llevó a modificar el comportamiento de los capitales especulativos de la práctica de inversión en renta variable hacia instrumentos de deuda gubernamental de corto y largo plazo.

Estos flujos de corto plazo han tenido efectos significativos en el comportamiento del mercado cambiario. En los países industriales la tendencia es hacia la depreciación de sus monedas mientras en los mercados emergentes las monedas tienden a su apreciación. Estos movimientos cambiarios proporcionan ventajas comerciales a los primeros al tiempo que genera mayores costos para los segundos. Ante estos desequilibrios gestados por la política monetaria de los países industriales, la respuesta en los países emergentes es hacia la protección de sus mercados, lo cual marca un nuevo hito en el desarrollo de la crisis global al abrirse la ventana del proteccionismo cambiario.

El alto diferencial de tasas de interés entre el norte y el sur ha creado oportunidades para apostar al “acarreo de divisas”; es decir, a la estrategia que consiste en pedir prestado recursos en divisas con tasas de interés bajas, denominada divisa fondeadora, para ser invertidas en valores financieros en las divisas de países que ofrezcan un rendimiento mayor, denominada divisa inversora (BIS, 2015; Daniel,

Hodrick y Lu, 2014; Cheung, Cheung y He, 2012; Burnside, Eichenbaum, Rebelo, 2011; Clarida, Davis, Pedersen, 2009; Brunnermeier, Nagel, Pedersen, 2008; Jorda y Taylor, 2009). La operación se lleva a cabo con el propósito de obtener una ganancia fiduciaria que es reforzada por la posible apreciación de la divisa inversora, la que paga la mayor tasa de interés (Banxico, 2010c).

A pesar del riesgo que existe, la evidencia tiende a demostrar que esta actividad es rentable como lo argumentan Brunnermeier, Nagel y Pedersen (2008) y Jorda y Taylor (2009) en contraposición a la teoría de la “paridad de la tasa de interés no cubierta”, que postula que en una economía sin fricciones y neutral al riesgo el acarreo de divisas no es rentable. En esta lógica se argumenta que la ganancia derivada del diferencial de tasas de interés es compensada por una depreciación proporcional de la divisa inversora. Los flujos de capital que entran al país producen una apreciación inmediata de la divisa por una sobre-reacción de mercado que posteriormente se resuelve y la divisa termina por depreciarse (Fama, 1984; Dornbusch, 1976). Lo que ocurre en la realidad es que el acarreo de divisas al persistir en el tiempo viola estos postulados de la teoría ya que la divisa inversora se mantiene en una tendencia de apreciación, lo que hace que esta actividad sea rentable. A este resultado se le denomina como el “forward premium puzzle” que en el largo plazo, paradójicamente, puede llevar a una “burbuja cambiaria”.<sup>10</sup>

La evidencia demuestra que los rendimientos de los activos en los cuales los especuladores invierten tienen dos características básicas: una tasa de ganancia promedio positiva y un sesgo (*skewness*) negativo. La ganancia positiva ocurre en reconocimiento a la liquidez que el acarreo proporciona a la economía inversora, mientras que el sesgo negativo se deriva de la exposición de la divisa inversora al riesgo de quiebra (*risk crash*), también conocido como el “dilema peso”. El hecho es que los diferenciales positivos de tasas de interés están asociados con una condición de sesgo negativo de los movimientos de tipos de cambio lo que significa que “los rendimientos del acarreo de divisas llevan implícitamente un riesgo de quiebra” (Brunnermeier *et al.*, 2008:4). Este riesgo ocurre en función de las respuestas asimétricas de los inversores a cambios en los fundamentales de la economía. Cuando estos cambios llevan a pérdidas hacen que éstas sean ampli-

<sup>10</sup> Una revisión bibliográfica sobre el tema se encuentra en Engel (1996).

ficadas por las dificultades que puedan tener los especuladores para obtener fondeo y por la urgencia en deshacerse de los activos. Este hecho induce a una caída en precios, lo que aumenta el problema de fondeo y produce mayor volatilidad.

El hecho confirmado de este acarreo continuo de capital es que estos flujos no son neutros sobre el valor de la divisa inversora: la impulsan hacia su apreciación. Este hecho constituye un fracaso de la hipótesis de mercados eficientes. El argumento clave en esta tendencia de apreciación se sustenta en que los grandes volúmenes de capital de corto plazo tienden a ser “pro cíclicos”, es decir, ingresa demasiado dinero en las buenas épocas, y demasiado dinero sale en la fase descendiente del ciclo económico (Gallagher, 2011a, 2011c). En consecuencia estas corrientes generan costos y desequilibrios en la relación entre el equilibrio interno y el externo de los países receptores.

Cómo ocurren estos equilibrios, no es del todo claro al considerar el intenso debate sobre cuál es el régimen cambiario más apropiado para que la política cambiaria cumpla cabalmente con los objetivos de equilibrio y asignación de recursos en el contexto del proceso de globalización. No es evidente si el tipo de cambio debe ser totalmente fijo, totalmente flexible o un nivel intermedio entre estos extremos, como lo ha sido expuesto por Frankel (2003). No menos relevante en este debate ha sido el hacer evidente que las autoridades nacionales declaran oficialmente funcionar bajo un régimen de flotación cuando de facto practican uno fijo o controlado, como Calvo y Reinhart (2000) atinadamente lo expresan en su concepto del “miedo a flotar”. Tampoco hay certidumbre que las opciones extremas, total rigidez o total flexibilidad, llevan a que el mercado determine benignamente el nivel del tipo de cambio apropiado para un país particular. Lo que no deja dudas es que bajo el régimen de tipos de cambio flotantes, al que han recurrido los mercados emergentes desde mediados de la década de 1990, este acarreo ha crecido exponencialmente.

Más grave es que prevalece un alto grado de incertidumbre sobre cómo se logra la relación de equilibrio entre lo interno y lo externo. De no ser así no permanecería el debate sobre cuál es el régimen cambiario más apropiado para que se cumplan los objetivos de equilibrio y asignación de recursos. Si bien los resultados de los movimientos del tipo de cambio al alza y a la baja son similares en los distintos regímenes cambiarios, los mecanismos y las razones por los cuales sufren estos movimientos de valor son muy diferentes, por lo que sus consecuencias no son necesariamente las mismas.

En una economía que funciona bajo un régimen de tipo de cambio fijo la moneda nacional pierde valor respecto a otra divisa cuando se lleva a cabo una política de devaluación cambiaría como un acto de política económica que se activa unilateralmente por las autoridades monetarias. La pérdida de valor de la moneda nacional significa que los extranjeros pagan menos por la moneda local o que los residentes del país pagan más por la moneda extranjera. Lo contrario ocurre cuando la política es hacia una revaluación (Dornbusch y Fischer, 1994). Tanto una política como la otra son, entonces, modificaciones en el valor de la moneda local como consecuencia de una decisión explícita de las autoridades monetarias en busca del logro de objetivos particulares.

Por el contrario, cuando una economía funciona bajo un régimen de tipo de cambio flexible, las variaciones de la paridad son el resultado del juego de las fuerzas del mercado con objetivos que pueden diferir ampliamente de los buscados por las autoridades. Un debilitamiento en la moneda, es decir, la pérdida de valor frente a la moneda extranjera o el fortalecimiento en la moneda nacional, pueden ocurrir en contraposición a lo que conviene para el crecimiento de la producción o para la estabilidad económica.

Nos parece que el punto nodal de este debate es lo que Ffrench-Davis (2010) llama el “Error neoliberal”; esto es, la creencia de que cualquier intervención cambiaria va en contra del mercado. El dilema con esta creencia tiene que ver con cuál es el mercado al que se hace referencia. En un enfoque correcto el mercado apropiado al que se quiere intervenir es el de la producción de bienes comerciables y no comerciables en un contexto de innovación. Sus equilibrios y sus asignaciones son los determinantes para la creación de riqueza productiva, la que satisface las necesidades sociales. Pero en el enfoque ortodoxo neoliberal-monetarista contemporáneo el mercado que realmente se toma en consideración es el mercado de crédito especulativo de operadores de corto plazo que sólo buscan maximizar sus rentas. En esta lógica el tipo de cambio responde más a variaciones en la balanza de capitales que a variaciones de la balanza comercial o de la cuenta corriente. Esta lógica de funcionamiento es la responsable de la extrema volatilidad del tipo de cambio nominal ya que éste responde con mayor dinamismo a variaciones en los flujos de capital que en los flujos de mercancías y de servicios. Con un tipo de cambio flexible se está expuesto a variaciones procíclicas por las acciones de fondos de inversión de cartera, externa o local y, en consecuencia, el tipo de cambio se vuelve volátil por las condiciones impuestas

por operadores financieros con efectos negativos para la economía nacional, como los anotados por French-Davis:

1. Distorsionar la evaluación de proyectos para la asignación de recursos.
2. Promover la inversión especulativa en vez de la inversión productiva.
3. Desplazar la producción de bienes transables importables.
4. Desalentar la generación de valor agregado en las exportaciones.

Estos son efectos que tienen la capacidad para distorsionar la estrategia de desarrollo liderada por la producción para la exportación de bienes no tradicionales que generan externalidades e interactúan con las Pymes. Para este propósito, argumenta French-Davis, es mejor el uso de regímenes intermedios de flotación sucia o de bandas móviles ya que moverse hacia el mercado correcto requiere de una intervención en los mercados que sea coherente y selectiva en favor de la actividad productiva y no de la actividad especulativa. Esta lógica explica porqué los gobiernos tienen miedo a flotar y porqué no es del todo positivo tener una libertad de movimiento absoluta en la cuenta de capital.

### **El contexto de una “guerra de divisas”**

En la época previa a la crisis de las hipotecas basura en 2007, Estados Unidos y la Unión Europea mostraron su descontento con China, por su renuencia a apreciar su moneda, el renminbi. El argumento era que un tipo de cambio intencionalmente subvaluado, como el que mantenían las autoridades chinas, induce a una competencia desleal e inequitativa al facilitar las exportaciones chinas al resto del mundo simultáneamente a que dificulta las exportaciones del resto del mundo hacia China.

Desde el inicio de su administración el presidente Barack Obama y el secretario del Tesoro, Timothy Geithner, declararon que China no hacía todo lo que debería hacer en materia de política cambiaria para facilitar mayor competitividad en el comercio mundial. Se argumentó que las autoridades chinas deberían permitir que su moneda se apreciara en concordancia con el crecimiento económico de su economía, de lo contrario un yuan artificialmente subvaluado que abarata las exportaciones chinas penalizaba a los productos

estadounidenses y europeos. Se generaba así una dificultad artificial para lograr una sana y más fuerte recuperación (Reuters, 2010) por la probabilidad de una guerra de divisas<sup>11</sup> (Gagnon, 2013).

Previamente a la GR, esta situación no había causado mayor conflicto debido a que Estados Unidos había vivido como el gran consumidor del mundo gracias a la fortaleza del dólar. Sin embargo, la crisis de las hipotecas de alto riesgo desde 2007 ha alterado el panorama. Estados Unidos entró en una fase económica de más ahorro y menos gasto en condiciones de muy alto desempleo, por lo que buscó formas de impulsar el crecimiento económico. Una de ellas es la exportación. Para tal propósito se requería un dólar barato que permitiera a los consumidores y a los productores de otros países comprar sus productos.

La posibilidad de confrontación que encaminara hacia una guerra de divisas tuvo su momento decisivo cuando Estados Unidos instó a las autoridades chinas a devaluar su moneda en 2010. El FMI apoyó esta posición cuando Straus-Kahn, su director ejecutivo, argumentó que China debería resolver la subvaluación de su moneda “si quiere tener más peso en el FMI, debe asumir mayor responsabilidad en la estabilidad del sistema”. La postura de Estados Unidos se fortaleció cuando la Cámara de Representantes aprobó un proyecto de ley autorizando sanciones económicas contra China y otros países que persistieran en manipular sus monedas, para mejorar sus posiciones comerciales. La respuesta de las autoridades chinas fue muy clara cuando el primer ministro Wen Jiabao, en reunión con empresarios europeos en Bruselas a inicios de octubre de 2010, argumentó que el mundo, principalmente Estados Unidos, debería bajar el tono de sus críticas a Pekín ya que “si el yuan no es estable, será un desastre para China y para el mundo”.

La posición de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE, 2010) fue más ecuaníme al llamar la atención sobre la necesidad de encontrar un mayor equilibrio en la economía global. Su argumento postulaba

<sup>11</sup> La guerra de divisas es una estrategia de viejo cuño en las relaciones internacionales. Se puso en práctica en la década de 1930 durante la Gran Depresión cuando los países intentaban ser más competitivos en búsqueda de una salida a la profunda depresión después de la caída de la bolsa de valores de Nueva York en 1929. El problema desapareció por las hostilidades de la Segunda Guerra Mundial y encontró una solución temporal en los acuerdos de Bretton Woods en 1944.



que Estados Unidos no podía seguir siendo el gran consumidor y China el gran vendedor, por lo que se requería de un mayor equilibrio en las cuentas globales, lo cual demandaba una mayor flexibilidad del tipo de cambio que disminuyera las presiones sobre la política monetaria de China y mejorara las posibilidades de controlar la inflación interna. Además, el mundo entero necesitaba moverse hacia una consolidación fiscal, una realineación de paridades cambiarias, y reformas estructurales.

El dilema con el rol de la economía china es dual en tanto que las autoridades chinas son muy conscientes de su papel en la economía mundial, y dado que es una economía centralmente planificada las autoridades son altamente intervencionistas. Sin duda, el yuan se mantuvo entre 20 y 40% subvaluado y protegido por la imposición de férreos controles a la entrada y salida de capitales. También las autoridades chinas manipularon el mercado cambiario vendiendo yuanes y comprando otras monedas para mantener su cambio débil, exportar mucho y acumular reservas. El dilema es que una revaluación de su moneda puede implicar cierre de empresas y desempleo, lo cual es difícil para un régimen político como el chino. Por ello los movimientos en el tipo de cambio deben ser muy graduales. Es relevante reconocer que el superávit comercial de China responde a otros factores adicionales al tipo de cambio, como son los bajos salarios y las altas tasas de ahorro. En consecuencia, para lograr un mayor equilibrio en el comercio internacional es necesario que la demanda interna china tenga un papel más prominente en el crecimiento de su economía. Esto es lo que las autoridades chinas intentan hacer en la segunda década de este siglo con la nueva estrategia de crecimiento sustentada en la expansión del mercado interno.

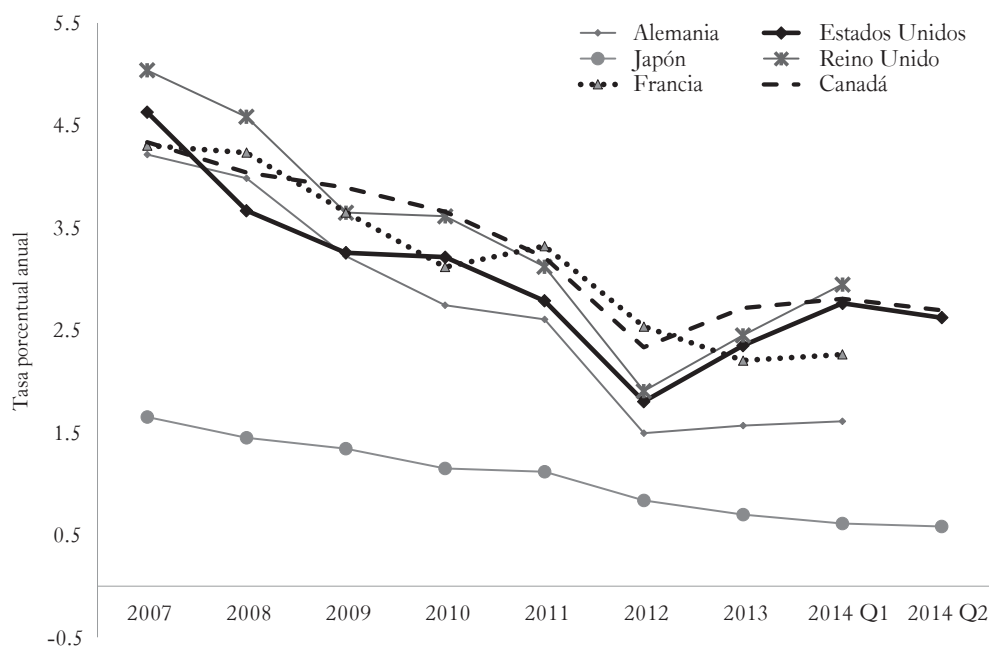
Esta posición de conflicto entre China y Estados Unidos era contraproducente para las dos economías, como lo era para el resto del mundo, debido al relevante papel que ambas economías desempeñan en la dinámica de la globalización y al grado de apertura económica que prevalece hoy en día. Por un lado, a China no le conviene que el dólar pierda valor frente al yuan porque en automático se apreciaría, lo que significa menos exportaciones, menos inversión extranjera, menos ahorro, menos crecimiento y por tanto más desempleo. Además, China, especialmente en su fase de auge de crecimiento, estuvo acumulando activos en dólares estadounidenses, por lo tanto, permitir una apreciación del yuan implica incurrir en una pérdida en el valor de sus activos extranjeros, principalmente estadounidenses. Para Estados Unidos no lograr convencer al Banco Central

de China de apreciar su moneda significaba no colocar en el mercado mundial su producción en una posición ventajosa, lo que ocasionaba que la recuperación estadounidense fuera más lenta.

Ante la negativa china a revaluar su moneda rápidamente y la presión de responder a la crisis de las hipotecas de alto riesgo, el Banco de la Reserva Federal (FED) optó en 2008 por una política monetaria que obligaba a que el dólar se depreciara. Este era el propósito de la política de “flexibilización cuantitativa” que Rickards postula en los siguientes términos: “En tanto que el FED describe el programa como una relajación de las condiciones financieras por medio de rebajar las tasas de interés de largo plazo, este es en realidad un programa para imprimir dinero que estimule el crecimiento” (2011:8). Sin duda el programa dio algunos resultados satisfactorios relativamente rápido, como se pretendía. En el 2006, previo a la crisis inmobiliaria, las exportaciones de Estados Unidos representaban 11% del PIB y las importaciones 16.7%, según cifras del Departamento de Comercio. Para 2010 las ventas al extranjero habían incrementado su participación a 12.7% del producto y las compras disminuyeron al 16.3%. Asimismo, en 2014 significaron 13.9% y 17.5%, respectivamente. En consecuencia, el grado de apertura de la economía estadounidense medido a través del coeficiente que relaciona al comercio exterior total con el PIB ( $X+M/PIB$ ) pasó de 27.9% en 2006 a 29% en 2010 y 31.4% en 2014. Se evidencia así un escenario positivo de impulso al sector exportador de Estados Unidos que ha contribuido a un mejor desempeño económico. La otra cara de esta moneda es que el efecto de esta política del FED, secundado por políticas similares del Banco Central Europeo (BCE) y del Banco de Japón (BoJ), tiene simultáneamente la secuela de haber mantenido a niveles mínimos las tasas de interés.

La política monetaria estadounidense, al igual que ocurrió en otros países industrializados, llevó a una disminución a casi cero en la tasa efectiva de Fondos Federales. Estas tendencias, presentadas en las gráficas 2 y 3, evidencian este descenso en las tasas de rentabilidad de los instrumentos de corto y mediano plazo emitidos por los principales gobiernos de países industrializados entre 2007 y 2014. Así, la caída en los niveles de rendimiento de los instrumentos de mediano plazo representados por los Bonos de Estado de Alemania, Estados Unidos y Reino Unido, fue de 272, 283 y 314 puntos base, respectivamente. La pérdida de rentabilidad en Francia, Canadá y Japón fue algo menor al situarse en 177, 200 y 81 puntos base respectivamente.

GRÁFICA 2

*Rendimiento de bonos del gobierno de países desarrollados: 2007-2014*

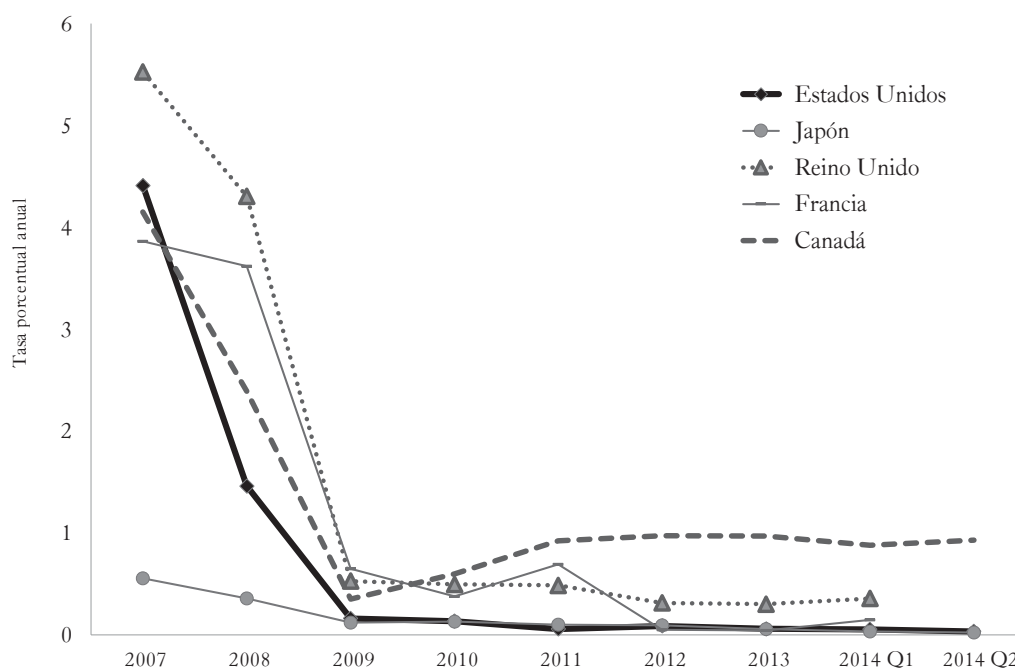
Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

En la misma lógica cayeron los rendimientos de corto plazo representados por los bonos del Tesoro, aunque en una dinámica más apresurada. Esta tasa perdió 432 puntos base, al pasar de una tasa promedio anual de 4.4% en 2007 a 0.09% en 2012. En el Reino Unido la tasa preferente perdió 521 pb, en Francia cayó en 381 pb, en Canadá en 318 pb y en Japón en 46 pb. Esta caída en la rentabilidad de activos seguros fue lo que indujo a trasladar enormes corrientes de liquidez hacia economías con mayores tasas de rendimiento. Los inversores financieros para mejorar su ganancia han inundado de liquidez los mercados de dinero y de capital de los países emergentes cuando las políticas monetarias más restrictivas de estos países crearon significativos diferenciales de rendimiento.

Los países emergentes, aun con políticas macroeconómicas más restrictivas, también experimentaron descensos en las tasas de rendimiento de activos públicos de corto y mediano plazo, como se observa en las gráficas 4 y 5. México,

Tailandia y Malasia perdieron respectivamente, 295, 51 y 40 puntos base en sus niveles de rendimiento de corto plazo, entre 2007 y 2012, pero fue Brasil el que experimentó el mayor descenso con 343 puntos base. En los instrumentos de mediano plazo el descenso fue menor, como se aprecia para Tailandia y México con pérdidas de 99 y 68 puntos base.

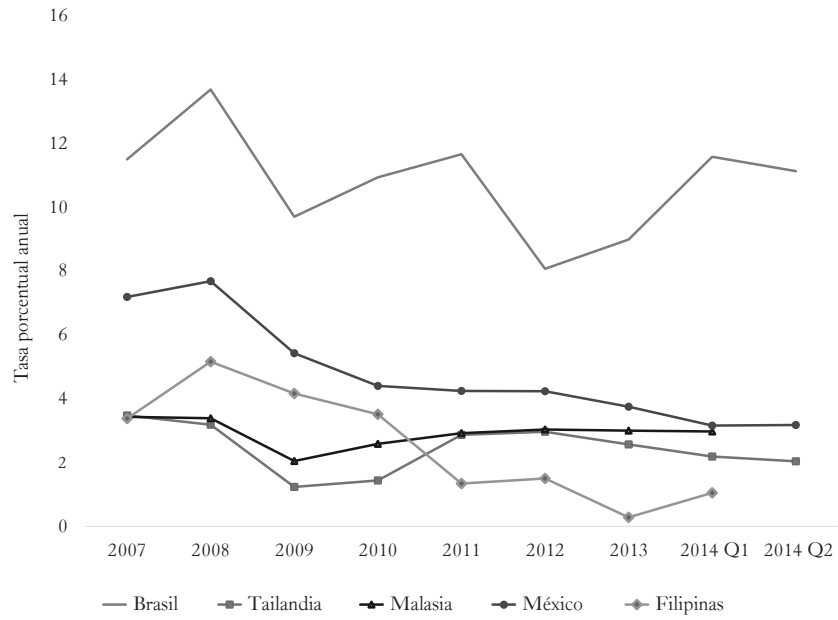
GRÁFICA 3  
*Rendimiento de letras del tesoro de países desarrollados: 2007-2014*



Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

### GRÁFICA 4

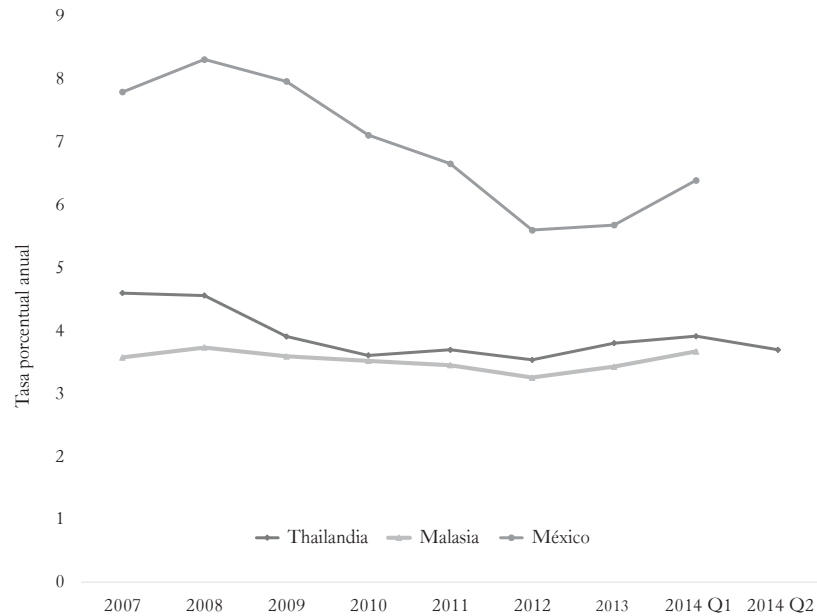
*Rendimiento de letras del tesoro de países emergentes: 2007-2014*



Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

### GRÁFICA 5

*Rendimiento de bonos gubernamentales de países emergentes: 2007-2014*



Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

Esta lógica de asimetrías en las políticas monetarias de los países desarrollados y en desarrollo permitió en los primeros un panorama de bajos rendimientos con monedas baratas, y en los segundos, de rendimientos altos con monedas caras. Se gestaba, en consecuencia, una nueva preocupación para la economía mundial que concierne a cambios significativos en las corrientes de capital transfronterizo que tienen efectos notables en la estructura global de tipos de cambio.

Parece evidente, entonces, que el fracaso de las autoridades nacionales para lograr una recuperación sólida y de largo plazo llevó a una guerrilla de devaluaciones competitivas para ganar espacio comercial internacionalmente. Países industriales como Japón, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, al igual que países en desarrollo como Brasil, Corea del Sur, Taiwán, Malasia, Filipinas y China, se han enfrascado en una lógica de utilizar los mercados externos para acelerar el ritmo de su crecimiento. En México el modelo de apertura al exterior desde la década de 1980 ha estado totalmente orientado en esta dirección.

La forma de esta contienda de divisas tiene muchas caretas aunque la más común y directa es la compra y venta de divisas en el mercado mundial. Ello también puede ocurrir por otras formas más sibilinas como:

1. La puesta en práctica de políticas monetarias laxas como la que representa la modalidad de flexibilidad cuantitativa aplicada por los bancos centrales de Estados Unidos, Europa y Japón.
2. A partir de las presiones especulativas que introducen los derivados financieros.
3. La compra de deuda pública.
4. La aplicación de controles de capitales y de otras medidas de protección del tipo de cambio.

Igualmente significativo para la economía mundial es que se abrió un debate en torno a las políticas de regulación macro prudencial que nos aproxima al “fin de una era en las finanzas internacionales” como lo catalogan Gallagher (2011) y Rodrik (2011). Este debate puede llevar al fin de los tipos de cambio totalmente flexibles.

Como se puede apreciar, mientras a China se le acusa de manipular el valor de su divisa, los principales países industriales llevan a cabo políticas monetarias que tienen efectos significativos en el valor de sus monedas y en el de las monedas de los mercados emergentes cuando éstos son inundados por excesos

de capital golondrino. Washington trata de hacer lo mismo aunque de manera menos evidente al tiempo que critica a China y defiende su postura (Bergsten y Gagnon, 2012; Bernanke, 2016). Esta es una guerra de todos contra todos en busca de la quimera del crecimiento exportador (Blanchard, 2016).

El dilema contemporáneo es que la política monetaria ha llegado a su límite de efectividad para lograr la estabilidad macroeconómica, lo cual genera un entorno propicio para la guerra de divisas. El problema central es que la política monetaria instrumentada para enfrentar la crisis ha tenido un efecto distorsionante en el comportamiento de los precios de los activos, como lo ha planteado Raghuran Rajan, gobernador del Banco de la Reserva de India (González, 2016). En estas condiciones no se sabe cuál es el precio real de los activos. Por ello Rajan argumenta que los países emergentes no deberían ir por el camino de la bursatilización, la especulación financiera y la guerra de divisas. India es el ejemplo de esta opción ya que es el país que mantiene una alta tasa de crecimiento como consecuencia de una disciplina impuesta por empujar la demanda interna y no buscar la competitividad externa por la depreciación de la moneda.

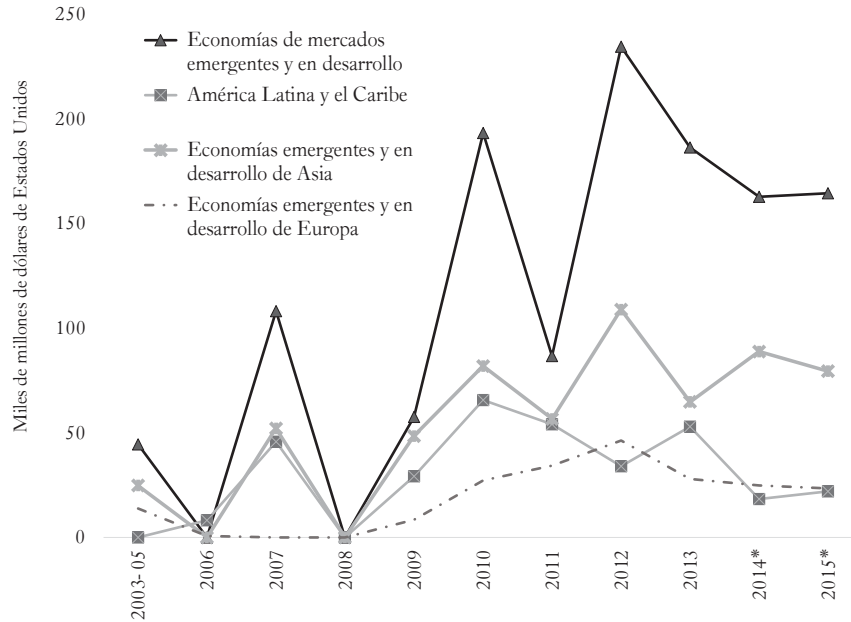
### **El debate sobre el proteccionismo cambiario**

Estadísticas del FMI muestran que una fuerte corriente de inversión de corto plazo ocurre hacia las economías emergentes entre 2009 y 2012 con un total de 576.5 miles de millones de dólares estadounidenses en flujos privados netos de cartera, como lo muestra la Gráfica 6.

De tener flujos negativos entre 2000 y 2002 se aprecia posteriormente, particularmente después de 2009, una tendencia al alza, aunque con altas y bajas, durante el resto de la primera década del siglo XXI que alcanza su máximo nivel en 2012. El FMI reconoce que en esta ocasión “estos flujos de portafolio representan casi la mitad de los flujos totales, mucho más que en anteriores oleadas. La inversión directa y los préstamos bancarios son menos predominantes en esta ocasión, lo cual refleja el rezago en la actividad económica y el desequilibrio en la intermediación financiera de las economías desarrolladas” (IMF, 2011b). Los países asiáticos fueron los privilegiados al obtener 265.1 MMD en flujos privados netos de cartera, a su vez le siguieron los países de América Latina y el Caribe al captar 166.1 MMD.

### GRÁFICA 6

*Comportamiento de los flujos privados netos de cartera: 2007-2014*

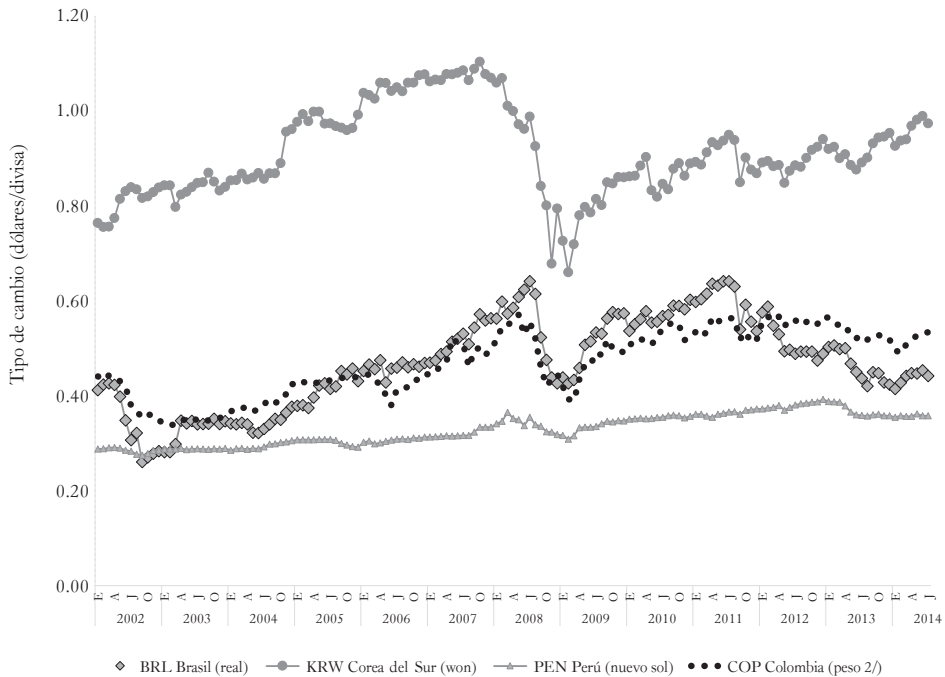


\* Proyecciones del FMI.

Fuente: elaboración propia con perspectivas de la economía mundial (FMI, octubre de 2013).

### GRÁFICA 7

*Apreciación del real de Brasil, won de Corea del Sur, nuevo sol de Perú y peso de Colombia*



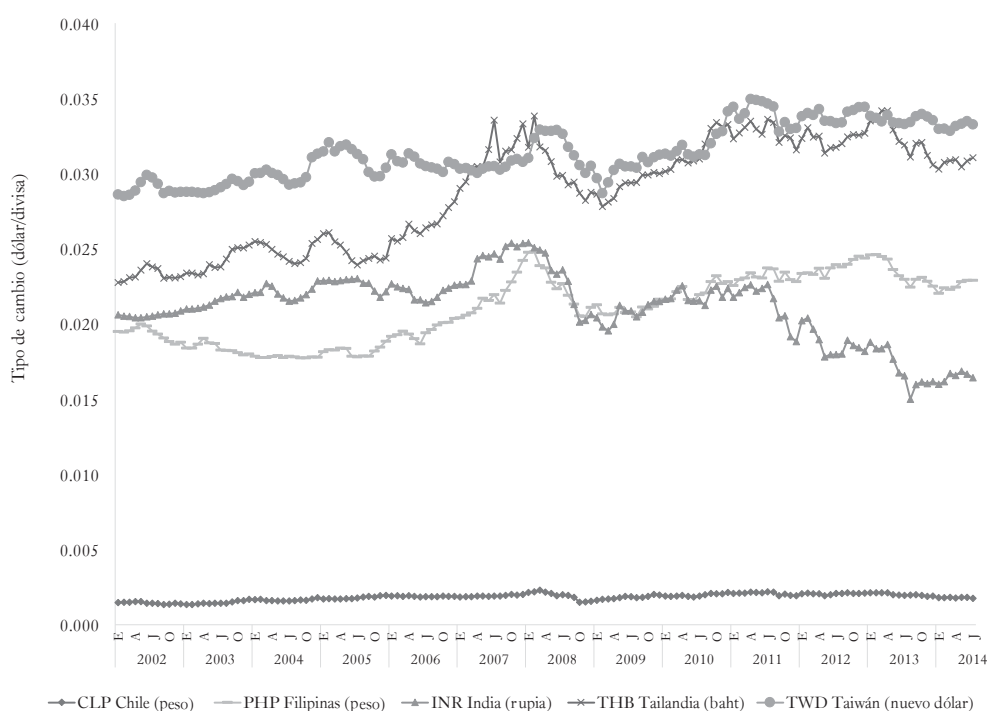
Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.



Por último, los países emergentes de Oriente Medio y Norte de África, Afganistán y Paquistán recibieron 80.7 MMD de 2009 a 2012. A Brasil, India, Tailandia, Corea del Sur, Taiwán, Malasia, Filipinas, Chile, Perú, Colombia, entre otros países, la entrada de flujos de capital de corto plazo les generó una apreciación de sus monedas, como se observa en las gráficas 7 y 8. En la Gráfica 7 se aprecia el comportamiento del real de Brasil, el won de Corea del Sur, el nuevo sol de Perú y el peso de Colombia y en la Gráfica 8 el de los pesos chileno y filipino, la rupia de la India, el nuevo dólar de Taiwán y el bath de Tailandia.

GRÁFICA 8

*Apreciación de los pesos chilenos y filipino, la rupia de la India, el nuevo dólar de Taiwán y el bath de Tailandia*



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

La evidencia gráfica permite observar que en los años que van de este siglo se dibujan claramente dos tendencias. Una es a la depreciación cambiaria hasta 2008 y su modificación hacia la apreciación desde entonces. Este cambio de tendencia fue suscitado por el entorno de la crisis inmobiliaria e inicio de la crisis financiera mundial. Con la crisis de 2001-2002, los capitales rápidamente abandonaron las economías en desarrollo, embarcándose en un vuelo directo hacia la “seguridad” del mercado de los Estados Unidos (Gallagher, 2011) y de otros países exportadores de capital. Tal vuelo a la seguridad provocó el fortalecimiento del dólar estadounidense y, consecuentemente, una pérdida de valor en las monedas de los países emergentes.

La tendencia de apreciación de las monedas de países emergentes comienza nuevamente a finales de 2008. Se atribuye esta dinámica a varios factores, entre los que resaltan: la creciente oferta de dólares de las economías en desarrollo que propició el crecimiento de sus exportaciones; el incremento en el precio de las materias primas, particularmente del petróleo. Pero sobre todo la política monetaria ultra expansiva de los países desarrollados es factor determinante. Estas políticas llevaron a un marcado diferencial entre las tasas de interés local y externa, lo cual propició la generación de altos rendimientos con instrumentos públicos de bajo riesgo.

Entre febrero de 2009 y julio de 2011 el real de Brasil se apreció en 50.5%, el peso chileno en 30.4%, el peso colombiano en 43.6%, el won de Corea del Sur en 44%, el peso filipino en 14.8%, la rupia de la India en 14.4%, el ringgit de Malasia en 23.6%, el nuevo sol de Perú en 18%, el bath de Tailandia en 21%, el nuevo dólar de Taiwán en 21% y la lira de Turquía en 0.3%. El FMI reconoce que las condiciones de abundante liquidez en los mercados mundiales y la elevada exposición a los movimientos de capital de las economías emergentes indujeron esta ola de apreciación en los tipos de cambio.

Estos flujos de capital que al no ser neutros sobre el valor de las monedas locales, que se vieron impulsadas hacia su apreciación, motivaron el desencanto generalizado con estos flujos y el uso de políticas de intervención cambiaria para contener las presiones de encarecimiento de las monedas locales (FMI, 2011b). Los gobiernos de países emergentes diseñaron e instrumentaron políticas macro prudenciales, es decir, instrumentos de control de los efectos negativos que puede tener el capital transfronterizo. El argumento clave de esta respuesta se sustentó en que los grandes volúmenes de capital de corto plazo tienden a ser “pro-

cíclicos”, es decir, ingresa demasiado dinero en las buenas épocas, y demasiado dinero sale en la fase descendiente del ciclo económico (Gallagher, 2011a). Estos movimientos hacen que estas corrientes generen a su vez costos y desequilibrios en los países receptores. Teóricamente la apreciación del tipo de cambio resta competitividad económica, lo cual merma el crecimiento de las exportaciones e incentiva el incremento de las importaciones con consecuencias preocupantes sobre la balanza comercial por la pérdida de competitividad internacional. La respuesta fue elaborar estrategias para inhibir la entrada de estos capitales golondrinos y evitar así que sus monedas se apreciaran aún más. Aunque esta no fue una postura de todos los países. Gallagher (2011a) ha mostrado que mientras la apreciación cambiaria, las burbujas en el precio de los activos y la inflación se convirtieron en una preocupación generalizada en el mundo en desarrollo en el periodo 2009-2012, no todas las naciones desplegaron controles de capital. Él apunta cómo Chile, Japón, México y Turquía sólo han intervenido en el mercado cambiario mediante la compra de dólares con el fin de debilitar sus propias monedas o, en su defecto, como es el caso de las economías turca y chilena, aplicar políticas monetarias que induzcan a reducir las tasas de interés para contener las burbujas en el precio de los activos. Se trataba de desalentar el acarreo de divisas, controlar la inflación y, en consecuencia, enfriar la economía.

Cabe recordar que en octubre de 2007 las economías de India y Corea del Sur registraban niveles de apreciación superiores a los presentados en abril de 2011 y las siete economías restantes (Brasil, Perú, Chile, Colombia, Filipinas, Tailandia y Taiwán), registraban niveles similares a lo largo del periodo. Las preguntas pertinentes son, ¿por qué esta apreciación provocó tal controversia como no había ocurrido con anterioridad?, ¿qué hace tan diferente la apreciación de las monedas de los países emergentes de mediados de la década a la ocurrida en el pasado?

Un argumento se orientó a presentar la situación como una “guerra de divisas” consecuencia del caos financiero global (Pérez, 2010). Se trataba de la quinta mutación de la crisis luego de que la primera fue la crisis inmobiliaria (2006-2007); la segunda la crisis financiera (2008- 2009 primer semestre); la tercera la recesión económica (segundo semestre de 2009) y la cuarta la crisis fiscal (2010 y 2011). La crisis de divisas era en realidad una pugna por obtener un lugar más competitivo en el comercio internacional, lo cual puede llevar a una guerra de divisas que no tenga vencedores, como lo argumentó el G20 (Cumbre del G20, 2010).

El dilema central es que los países emergentes temían a una inesperada subida en las tasas de interés de los mercados en países desarrollados que revirtieran los flujos súbitamente. Este proceso de subida súbita en las tasas de interés en los países desarrollados podría poner en jaque los niveles de desarrollo de las economías emergentes, en caso de no contar con las protecciones necesarias para hacer frente al proceso de integración financiera. Sin embargo, el espectro de un comportamiento tipo W en la recuperación de la economía de Estados Unidos y la promesa del FED de no incrementar las tasas de interés hasta 2015 aliviaron la tensión que crecía por una posible y repentina salida de capitales.

No obstante, el pensamiento y las prácticas económicas en relación con el diseño y la gestión de políticas de protección del tipo de cambio, resurgieron nuevamente ante la urgente necesidad de mitigar o evitar los efectos negativos que traen las corrientes de capital transfronterizo de corto plazo, como resultado de políticas explícitas de los países industriales para abaratar sus monedas e impulsar su crecimiento por medio de exportaciones. Estas nuevas políticas de protección las requerían los países menos desarrollados para enfrentar las tensiones de una recuperación a dos velocidades, como caracteriza la situación el FMI. Así, el factor que propicia la confrontación es la asimetría de las políticas monetarias de las economías desarrolladas y en desarrollo. Según Calvo y Reinhart (2000), el volumen y composición de los flujos de capital debe responder a la orientación de la política en los países receptores, en consecuencia, las políticas de controles de capital tienen como finalidad reconfigurar el volumen o composición de las afluencias. No obstante, el éxito dependerá de la conjugación con el resto de políticas macroeconómicas (monetaria, fiscal, y cambiaria) (Ostry *et al.*, 2010, 2012; Blanchard, 2016).

Lo nuevo en el contexto de la GR, entonces, era que la guerra de divisas se había convertido en una lucha por proteger la dinámica de crecimiento de los países en desarrollo contra: 1) las políticas especulativas del capital financiero, y 2) las políticas comerciales de los países industriales basados en competitividad cambiaria. Esta es una guerra de protección contra el intento de los países desarrollados para que los países en desarrollo se conviertan en motores de su crecimiento, al suplantar su bajo nivel de consumo a costa de su propio crecimiento, al sustituir en la demanda interna los bienes producidos localmente por bienes importados desde los más desarrollados.

El debate sobre el papel de las políticas de control de capitales ha sido complejo. El director gerente del FMI llegó a aceptar que “la administración de los flujos de capital es un área en la cual históricamente el Fondo ha encontrado dificultades para alcanzar un claro consenso” (FMI, 2011a). Sin embargo, en febrero de 2010 el FMI reconoció que las regulaciones de las corrientes transfronterizas de capitales son útiles y constituyen una parte legítima de la caja de herramientas de la política macroeconómica que las naciones deben tener en cuenta para evitar y mitigar las crisis financieras. Esta es una postura que diverge radicalmente de la aceptada en la era neoliberal iniciada en la década de 1970, cuando los monetaristas le ganaron la partida al pensamiento económico iniciado por John Maynard Keynes de Gran Bretaña y Harry Dexter White de Estados Unidos, que alimentó el debate del proceso de creación del sistema de Bretton Woods entre 1941 y 1945. En sus propuestas, Keynes y White distinguieron claramente los significados y los efectos del capital productivo y del especulativo, argumentando que los controles deberían ser parte esencial en un buen funcionamiento del sistema financiero global (Gallagher, 2011a).

Sin embargo, la teoría neoclásica y su aplicación por gobiernos neoliberales encontró en la liberalización de la cuenta de capital un proceso de gran beneficio cuando las ganancias del libre flujo de capitales entre las fronteras se asimilaron a los beneficios del libre mercado de bienes. Los flujos transfronterizos y su movilidad harían posible que los países con pocos ahorros atrajeran financiación para proyectos de inversión productiva, alentarán la diversificación del riesgo de inversión, promovieran el comercio inter temporal y contribuirían al desarrollo de los mercados financieros. Por tanto, imponer restricciones a dicha movilidad significaba perder al menos parte de esos beneficios (Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Quresbi y Reinhardt, 2010a, b).

En contraste, se ha demostrado que la liberalización del mercado de capitales en los países en desarrollo no está netamente asociada con el crecimiento económico. Esta asociación es más factible en las naciones que han alcanzado un alto nivel de desarrollo institucional (Gallagher, 2010d). En general los países emergentes son más vulnerables a las corrientes de capital de corto plazo, las cuales al ser flujos de inversión menores a un año sólo buscan insertarse en economías con características político-económico estables, simplemente para obtener el mayor rendimiento posible que puede aportar el diferencial que generan las tasas de interés y los movimientos de los tipos de cambio entre

diferentes economías nacionales. Cuando este diferencial se reduce o desaparece, estos capitales salen súbitamente en busca de mejores opciones de rentabilidad. Tales movimientos pueden causar severas depreciaciones y agudos desequilibrios en los balances externos de los países. En el contexto contemporáneo estos efectos se agravan por las diferencias y desequilibrios en políticas públicas entre los países industriales y los emergentes y por el comportamiento tipo borrego en los mercados financieros.

Por tales motivos se suscitaron temores y renuencias en las autoridades de algunos países emergentes a seguir permitiendo la libre movilidad del capital transfronterizo de corto plazo. Se identificaron al menos tres temores generales a permitir volúmenes ilimitados de capital transfronterizo, éstos son: 1) miedo a una apreciación excesiva en la tasa de cambio que lleve a rebasar las metas planteadas en los objetivos de política monetaria; 2) miedo a la generación de burbujas en el precio de los activos que propician aumentos en la fragilidad financiera y mayor riesgo de crisis futuras; y 3) miedo a la pérdida de la autonomía monetaria (López-Mejía, 1999; Magud y Reinhart, 2006; Gallagher y Coelho, 2010; Gallagher, 2010 y 2011; Ostry, Ghosh, Habermeier, Chamon, Quresbi y Reinhardt, 2010; De Gregorio, 2010b).

La experiencia ha demostrado que los cambios súbitos en los flujos de capital pueden complicar el manejo macroeconómico y aumentar los riesgos financieros. Desde el punto de vista macroeconómico, la preocupación recae en que las oleadas de capital causan presión al alza sobre el valor de la moneda nacional, provocando apreciaciones en los tipos de cambio nominal y real, lo que a su vez propicia que los productores nacionales menos competitivos en el mercado internacional se vean afectados al abaratare las importaciones y encarecerse las exportaciones. Ello puede ocasionar un daño duradero en el sector exportador de la economía, aun y cuando las entradas de capital disminuyan o se reviertan. Desde el punto de vista de la fragilidad financiera, la inquietud recae en que las excesivas entradas de capital llevan a un aumento en el endeudamiento externo y a una exposición excesiva a riesgos cambiarios. Estos factores pueden inducir rápidas expansiones del crédito interno y burbujas en el precio de los activos, con graves efectos adversos en caso de una reversión súbita del capital (Ostry *et al.*, 2010; Gallagher, 2010d; De Gregorio, 2010b; Blanchard, 2016).

Para Ostry *et al.* (2010) hay dos razones principales para que los gobiernos deseen imponer controles de capital: una es limitar la apreciación de la tasa de cambio y la otra es limitar la vulnerabilidad a la crisis debido a formas excesivas o muy riesgosas de endeudamiento externo. A estos desequilibrios se suma el miedo a la pérdida de la autonomía monetaria y, por tanto, a la imposibilidad de cumplir con el trilema económico de lograr simultáneamente un tipo de cambio competitivo, libre movilidad de capitales y autonomía de la política monetaria. Este incumplimiento ocurre cuando las súbitas entradas de capital inflan el valor de las monedas, por lo que los bancos centrales en su afán de mantener la estabilidad, intervienen en el mercado cambiario ya sea comprando divisas para frenar la apreciación, ya sea reduciendo las tasas de interés para compensar el diferencial de tasas o ya sea por la puesta en práctica de otras políticas proteccionistas contra la entrada de capitales de corto plazo.

El debate sobre los controles cambiarios tenía que ver con la manera como algunos países emergentes han reaccionado a los flujos de corto plazo con políticas macro prudenciales que ayudan a mitigar el impacto que estos capitales puede tener. Varias investigaciones arrojan evidencia convincente de que países como China, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Malasia, Tailandia, Croacia y España, que han instrumentado políticas macro prudenciales de control al capital desde la década de 1990, han tenido éxitos positivos en su aplicación (Magub y Reinhart, 2006; Ostry *et al.*, 2010 a, b; y Gallagher, 2010d, 2011 a, b).

La Tabla 1 presenta una lista de los diversos tipos de controles de entrada y de salida de capitales que han diseñado distintas naciones para hacer frente a los riesgos que vienen con la integración financiera (Gallagher, 2010d, 2011a). Las medidas han logrado reducir el volumen en los flujos netos, alterar la composición del capital, y eliminar las presiones de la tasa de cambio real, aunque en ciertos procesos sólo se detectaron efectos de corto plazo (Abarca *et al.*, 2012). Algunos ejemplos de la eficiencia de estas medidas se aprecian en la Tabla 2.

Las restricciones a la salida de capitales tienen otro propósito ya que son instrumentadas con el fin de “detener la hemorragia”, es decir, contener la fuga de capitales cuando ocurre algún cambio repentino en las tasas de interés, el nivel de riesgo o la tasa cambiaria (Gallagher, 2010d). En la Tabla 3 se aprecia el tipo de técnica de gestión en los flujos de capital que algunas naciones pusieron en práctica durante el periodo 2009-2011.

TABLA 1  
*Gestión de técnicas del control de capital*

A la entrada	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restricciones a desajustes de las monedas<sup>1</sup></li> <li>• Limitaciones de uso final<sup>2</sup></li> <li>• Requisitos de reserva no remunerado<sup>3</sup></li> <li>• Impuesto sobre las entradas</li> <li>• Requisitos de estancia mínima</li> <li>• Límites a las empresas para obtener préstamos en moneda extranjera</li> <li>• Aprobación obligatoria para las transacciones de capital</li> <li>• Prohibición a las entradas de capital</li> </ul>
A la salida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Límites a la capacidad de los extranjeros para obtener préstamos locales</li> <li>• Controles de cambio</li> <li>• Impuestos/ restricciones a las salidas de capital</li> <li>• Aprobación obligatoria para las transacciones de capital</li> <li>• Prohibiciones a las salidas de capital</li> </ul>

<sup>1</sup> Los préstamos en el extranjero sólo se permiten para la inversión y el comercio exterior.

<sup>2</sup> Sólo compañías con reservas en divisas pueden pedir prestado en el extranjero.

<sup>3</sup> Cobro de porcentaje de los ingresos a corto plazo, mantenidos en depósito en moneda local durante el tiempo especificado.

Fuente: Ocampo, Kregel y Griffith-Jones (2007); Epstein, Gabel y Jomo (2008); Gallagher (2010 y 2011).

TABLA 2  
*La literatura sobre la eficacia de los controles de capital*

	Reducir el volumen de los flujos de capital	Alterar la composición de los flujos	Reducir las presiones reales del tipo de cambio	La política monetaria más independiente
Controles a las entradas				
Brasil	Incierto, ambiguo	Sí	No	Incierto, ambiguo
Chile	Incierto, ambiguo	Sí	Incierto, ambiguo	Sí
Colombia (1993)	Sí	Sí	Sí	Sí
Colombia (2007)	No	Sí		
República Checa	No	Sí		
Malasia (1989)	Sí	Sí		
Malasia (1994)	Sí	Sí	Sí	Sí
Tailandia	Sí	Sí	Sí	Sí
Croacia		Sí		
Controles a las salidas				
Malasia			Incierto, ambiguo	Sí
España	Incierto, ambiguo		Incierto, ambiguo	Incierto, ambiguo
Tailandia	Sí		Sí	Sí
Estudios multi-país	Sí	Sí	Sí	No

Fuente: Gallagher (2010).



Estos ejemplos muestran que los países emergentes se han centrado más en imponer controles a la entrada de capitales, con especial preocupación sobre los capitales que se insertan en instrumentos de deuda. Se argumenta que las restricciones a la entrada de capitales coadyuvan a reducir el nivel general de dicho endeudamiento y a dirigir las inversiones hacia el largo plazo, hacia inversiones productivas. En esta lógica lo que se busca es limitar el riesgo. Los impuestos sobre inversiones de deuda de corto plazo sirven para acortar el diferencial de precios entre la deuda de corto y largo plazo, lo que desalienta las inversiones en obligaciones de corto plazo.

TABLA 3  
*Técnicas de gestión de capital en el contexto de la crisis financiera 2009-2011*

BRASIL
<p><i>Impuesto de 2% a las entradas de capital (20 de octubre de 2009)</i></p> <p>Se tomó la medida de aplicar Impuestos sobre Operaciones de Crédito, Cambio y Seguros, o relativos a títulos mobiliarios (Impuestos sobre Operaciones Financieras-IOF). Los IOF se aplican en la conversión de moneda extranjera en reales brasileños en relación con las inversiones de capital o deuda de los inversionistas extranjeros en las bolsas de valores de Brasil (principalmente la BM y F BOVESPA) o en el mercado de instrumentos financieros (Over The Counter-OTC), así como fondos de inversión privados (FIP), bonos del Tesoro brasileño y otros fijos.</p>
<p><i>Impuesto de 1.5% a los ADR (19 de noviembre de 2009)</i></p> <p>Aplicado a la creación de certificados de depósito por las empresas o los inversores a la conversión en acciones locales.</p>
<p><i>Impuesto de 4% a las entradas de capital (4 de octubre de 2010)</i></p> <p>Aplicación de IOF, 4 por ciento.</p>
<p><i>Impuesto de 6% a las entradas de capital (18 de octubre de 2009)</i></p> <p>Aplicación de IOF, 6 por ciento.</p>
<p><i>Encaje (requisito de reserva limitado a las inversiones de cartera) (20 de octubre de 2009)</i></p> <p>El Banco Central de Brasil aplicó un encaje (requisito de reserva). Las instituciones deben depositar un equivalente de 60% de las posiciones que los bancos mantienen en dólares, siempre que superen los 3 000 millones de dólares o el valor patrimonial de referencia de la institución. La medida, que estipula la cantidad de fondos que los bancos deben depositar con el Banco Central, está dirigida a contener el fuerte proceso de apreciación de la moneda nacional frente al dólar.</p>

*continúa...*

TABLA 3  
*Técnicas de gestión de capital en el contexto de la crisis financiera 2009-2011*

---

INDONESIA

---

*Control de divisas (16 de junio de 2010)*

Un periodo mínimo de un mes en la tenencia de certificados Sertifikat (Sbis) emitidos por el Banco Central de Indonesia. Durante el mes, la propiedad de Sbis no puede ser transferida. Además de la emisión de bonos a largo plazo los préstamos a corto plazo de bancos externos se limitan a un 30% del capital.

---

COREA DEL SUR

---

*Control de divisas (1 de junio de 2010)*  
*Limitaciones de uso final (1 de junio de 2010)*

Para los bancos coreanos se impuso un límite de divisas a plazo y las posiciones de derivados en 50% de su capital social. Para los bancos extranjeros, los techos se fijarán en 250% de su capital social, con el nivel actual de alrededor de 300%. Ajustar los límites máximos de las operaciones de divisas en las empresas del 125% a 100%. Los préstamos bancarios en moneda extranjera permitidos sólo para la compra de materias primas, la inversión extranjera directa y el pago de las deudas. En algunos casos, estos préstamos podrían ser utilizados para uso local (bajo las nuevas reglas, estos préstamos se restringen para el uso en el extranjero). Como excepción, sólo las empresas pequeñas y medianas son autorizadas a utilizar la financiación en moneda extranjera para uso doméstico, en la medida en que el total de préstamos en moneda extranjera permanezca dentro de los niveles actuales.

*Impuestos a la salida (19 de diciembre de 2010)*

20 puntos básicos de impuesto sobre la deuda en el extranjero con vencimiento menos de un año. El impuesto inicialmente se aplica a los bancos, aunque se podría ampliar a todas las instituciones financieras si es necesario.

---

TAIWÁN

---

*Controles a las entradas de capital (10 de noviembre de 2009)*

Prohibición a fondos extranjeros de invertir en depósitos a plazo como un movimiento destinado a disuadir las apuestas sobre movimientos cambiarios.

*Control de divisas (21 de diciembre de 2010)*

Se limita a 20% la participación de los bancos en la entrega de opciones y forwards.

*Encaje (requisito de reserva limitado a las inversiones de cartera) (30 de diciembre de 2010)*

Encaje en los requisitos de reserva de hasta 90% para depósitos por parte de extranjeros.

---

TAILANDIA

---

*Impuesto de 15% a las entradas de capital (13 de octubre de 2010)*

15% de impuesto de retención sobre los intereses y ganancias de capital obtenidos por los inversores extranjeros en bonos emitidos por el gobierno, el banco central y las empresas estatales.

---

Un elemento adicional que se debe tomar en cuenta cuando los países no actúan para impedir el flujo de capitales es la proliferación de acuerdos de inversión. Gallagher argumenta que no todas las naciones tienen el espacio político para aplicar los controles de capital, ya que acuerdos y tratados internacionales, principalmente con Estados Unidos, inhiben la puesta en marcha de estas políticas.

TABLA 4  
*Política de espacio para los controles de capital: una comparación*

	Organización Mundial del Comercio	Tratados bilaterales y de libre comercio de Estados Unidos (bit's-fta's)	Otros (bit's-fta's)
Controles de capital permitidos			
Corrientes de capital	No	No	No
• A la entrada	No <sup>a</sup>	No	Algunas veces
• A la salida	No <sup>a</sup>	No	No
Salvaguarda provisional			
Corrientes de capital	Sí <sup>b</sup>	No	Sí <sup>b</sup>
• A la entrada	No	No	Sí
• A la salida	Sí	No	Sí
• Número de países cubiertos	69	58	
• Formato de resolución de controversias	De Estado a Estado	Inversor a Estado	Inversor a Estado
• Instrumentaciones ejecutadas	Represalias	Indemnización de los inversores	Indemnización de los inversores

<sup>a</sup> Los controles de capital totalmente admisibles para las naciones que no se han comprometido a liberalizar el comercio transfronterizo de servicios financieros.

<sup>b</sup> Permitido sólo bajo la aprobación del Fondo Monetario Internacional.

Además, la Organización Mundial del Comercio tampoco permite la aplicación de controles de capital a la entrada y a la salida, salvo como una estrategia provisional de salvaguarda permitida sólo bajo la aprobación del Fondo Monetario Internacional (Tabla 4).

El modelo para los tratados de libre comercio e inversión de Estados Unidos no brinda la flexibilidad adecuada para que las naciones utilicen los controles de capital para evitar y mitigar las crisis financieras, ya que los tratados de Estados Unidos en esencia consideran las restricciones en el movimiento de capital especulativo como una violación de los términos contenidos en ellos, incluso en etapas de salvaguardia (Gallagher, 2011c).

Los argumentos de Gallagher sobre la reforma de los tratados de comercio e inversión de Estados Unidos para lograr la estabilidad financiera son de relevancia para el mundo, por lo que en enero de 2011, 250 economistas de Estados Unidos y de diferentes lugares del mundo, entre ellos un premio Nobel, ex funcionarios del FMI, dos ex ministros de finanzas y grupos de expertos a favor del comercio, tales como el Instituto Peterson del Economía Internacional, enviaron una carta al gobierno de Estados Unidos urgiendo a que aborde la falta de equilibrio en los tratados de comercio de dicho país (Gallagher, 2011c).

### **El cambio de posición institucional del Fondo Monetario Internacional**

El reconocimiento que el FMI (2011b) hace de la necesidad de estas medidas le lleva a postular una diferencia entre las medidas que controlan las entradas, denominadas por esta institución como “Medidas para la gestión de los flujos de capital” (Capital Flow Management Measures, CFM) y las que no las controlan. Para este organismo las primeras son las más relevantes debido a que pueden usarse como sustitutos de políticas macroeconómicas adecuadas y necesarias en una economía nacional y además pueden tener externalidades para otros países. De las CFM existen dos tipos. Las CFM basadas en la residencia, comúnmente denominadas controles de capital, que afectan la actividad financiera transfronteriza discriminando sobre las bases de residencia y, las CFM que no discriminan sobre la base de residencia, que son medidas prudenciales que hacen diferencias sobre la base de monedas nacionales para imponer límites al endeudamiento en moneda extranjera o al imponer requerimientos de reservas en una moneda específica, u otro tipo de medidas que típicamente se aplican en el sector no financiero, como periodos mínimos de estadía o impuestos en cierto tipo de inversiones.

Las opciones NO-CFM que no discriminan por residencia o por moneda son medidas prudenciales diseñadas para asegurar la fortaleza y la sanidad de las instituciones financieras, tales como coeficientes de capitalización, el coeficiente de préstamos a valor, los límites en posiciones abiertas en el mercado cambiario, y los límites en hipotecas en moneda extranjera. Estas son medidas cuya naturaleza requiere de una permanencia, mientras que las CFM son más coyunturales en respuesta a flujos de capital. Por lo tanto, las NO-CFM no tienen efectos para limitar la apreciación de la moneda o para reorientar los flujos hacia otros países. La diferencia entre estos dos tipos de medidas radica en si afectan directa o indirectamente a los flujos de capital.

Según el FMI (2011b:7), la prioridad en la elaboración de políticas correctas debe asentarse en medidas que fortalezcan a los países para absorber los flujos de capital. Lo que los países requieren primariamente es estar mejor preparados para la afluencia de estos capitales. En consecuencia deben instrumentar reformas estructurales que incrementan la capacidad de los mercados financieros para procesar los flujos. A la vez, este camino debe complementarse con medidas prudenciales tipo NO-CFM para mejorar la resiliencia del sistema financiero. Para enfrentar los flujos, lo adecuado –en primera instancia– es recurrir a políticas macroeconómicas, “principalmente permitir que el tipo de cambio se fortalezca, acumular reservas y/o reajustar el equilibrio entre las políticas fiscal y monetaria”. La aplicación de CFM debe hacerse únicamente después de que las condiciones macroeconómicas adecuadas existan, lo que implica que el tipo de cambio no esté subvaluado, que las reservas sean más que adecuadas, y que la economía esté sobrecalentada, lo cual hace que no sea aconsejable bajar las tasas de interés. Las CFM deben ser complementarias a una política fiscal contractiva tomando en cuenta los rezagos asociados con los efectos macroeconómicos de una consolidación fiscal. En la aplicación de las CFM, las que discriminan con base en residencia deben tener menor prioridad a fin de no afectar a otros países que participan en un marco de referencia multilateral.

El manejo adecuado de controles sobre la entrada de flujos de capital implica aceptar ciertas condiciones que justifican o no la aplicación de estos instrumentos, tal y como se expone a continuación y se complementa con el marco de referencia que se presenta en la Caja 1.

1. Límites en el grado de *apreciación cambiaria*: si la tasa de cambio está subvaluada desde una perspectiva multilateral, puede ser adecuado que se deje apreciar pasivamente la tasa de cambio nominal en respuestas a las entradas de capital. Pero si la tasa de cambio está sobrevaluada o cercana al equilibrio y hay preocupación por el impacto de una apreciación sobre la competitividad, se requiere una respuesta de política proactiva (control al capital).
2. Nivel de *acumulación de reservas*: si un país tiene un nivel relativamente bajo de reservas de divisas y desde el punto de vista preventivo se tiene por objetivo incrementarlas, las entradas de capital son un canal adecuado a tal propósito.
3. Costo *fiscal de la esterilización*: si hay preocupación por la inflación, el aumento resultante de la oferta monetaria se puede esterilizar con operaciones de mercado abierto, con una reducción del crédito doméstico. Los mercados financieros locales pueden no ser suficientemente profundos para absorber el fuerte aumento de bonos de esterilización, y hay un costo fiscal asociado con el diferencial entre la tasa de interés que se paga por bonos locales y el interés que se obtiene por las reservas internacionales. A su vez, la esterilización significa que las tasas de interés locales seguirán siendo relativamente altas, lo que perpetúa los flujos de entrada.
4. *Política monetaria y fiscal*: lo apropiado sería aplicar una reducción en las tasas de interés para desincentivar las entradas de capital por medio de la política monetaria, instrumentando a su vez una política fiscal restrictiva para disminuir la apreciación del tipo de cambio; pero ello dependerá del riesgo de recalentamiento y de la presión de un aumento de precios.
5. *Controles a la entrada de capitales*: la política puramente macroeconómica puede no ser suficiente para hacer frente a grandes entradas de capital, por tanto los controles a la entrada de capitales pueden ser parte de las herramientas de política, particularmente en el caso de oleadas transitorias, que provocan apreciaciones probablemente también pasajeras, pero dejando estragos más permanentes en el sector comerciable.

Este cambio de postura del FMI hacia un cierto grado de aceptación de políticas proteccionistas del tipo de cambio se hacía necesario ante la evidencia que apuntaba que los controles de capital han ayudado a las economías emergentes a suavizar los estragos de los flujos de capital de corto plazo, al detener la apreciación de las monedas y las burbujas en los precios de los activos financieros

(Gallagher, 2011a, b, c, d, e; Rodrik, 2010; y Subramanian, 2011). El cambio de posición del FMI ha sido ampliamente debatido debido a que hasta hace poco hablar de las políticas de control de capital era ir en contra de la premisa básica neoclásica de que las economías emergentes deben liberar sus cuentas de capitales como parte de un proceso más amplio de liberalización financiera.

El argumento fundamental es que mediante la libre movilidad de capitales, los países en desarrollo se benefician de tener acceso a un crédito más barato y más diversificado que estimula el crecimiento y la estabilidad económica. En los hechos, el FMI continúa sosteniendo esta postura al insistir que lo principal es no evitar o impedir la libre movilidad del capital por el efecto negativo que pueda tener en los países generadores de estos fondos. Menos relevante para este Instituto es el costo en el que tienen que incurrir los países receptores para mantener esta posición.

## CAJA 1

### *Elementos para un marco de política para la gestión de flujos de capital*

Permitir que el tipo de cambio se aprecie cuando se encuentra subvaluado sobre una base multilateral.

Comprar reservas internacionales cuando sea relevante, si las reservas no son adecuadas desde una perspectiva precautoria.

Reducir las tasas de interés o contraer la política fiscal para permitir una relajación monetaria que sea consistente con los objetivos de inflación y cuando no existe un sobrecalentamiento.

Usar instrumentos CFM si: *a*) el tipo de cambio no está subvaluado; *b*) las reservas exceden los niveles prudenciales adecuados o los costos de la esterilización son muy altos; y *c*) la economía está sobrecalentada, lo que impide una política monetaria expansiva y no existe posibilidad para una política fiscal contractiva.

No se deben usar medidas CFM si el tipo de cambio está subvaluado o como un sustituto para ajustes necesarios de política, tales como enfrentar la prociclicidad de la política fiscal. Sin embargo, se pueden usar para complementar planes de ajuste fiscal ya en marcha, y a la luz de los rezagos asociados con el impacto macroeconómico de una consolidación fiscal.

Se dará preferencia a los CFM que no discriminen sobre las bases de residencia (por ejemplo: medidas prudenciales monetarias) sobre las CFM que discriminan por residencia.

Asegurar que la intensidad de las CFM, basadas o no en residencia, es conmensurable al problema específico de estabilidad macroeconómica o financiera. Eliminar las CFM cuando los riesgos por los que se establecieron estas medidas ya no estén vigentes, dado que los CFM son más apropiados para enfrentar flujos de capital causados por factores temporales o cíclicos.

En el diseño de CFM hay que considerar las circunstancias específicas de cada país (capacidad administrativa y regulatoria, grado de apertura de la cuenta de capital) y los criterios de efectividad/eficacia (si los flujos son intermediados a través de instituciones reguladas).

Fortalecer el marco institucional en forma permanente. Establecer medidas prudenciales y estructurales que no discriminen con base en residencia o en monedas y que están diseñadas para fortalecer la habilidad del sector financiero para enfrentar los riesgos a la estabilidad financiera y a la capacidad de la economía para absorber los flujos de capital. Estas políticas pueden ser usadas en cualquier momento y antes de que sean realizados los ajustes de política macroeconómica necesarios siempre y cuando éstos no hayan sido designados con el propósito de influir en los flujos de capital.





## SEGUNDA PARTE

# México: apertura financiera y costo de reservas

### **La perspectiva de las autoridades mexicanas**

México, al igual que Brasil, Chile, Perú, Corea del Sur, Tailandia, la India, Colombia y el resto de las economías emergentes, experimentó fuerzas de apreciación en su tipo de cambio desde mediados de 2009. Sin embargo, el comportamiento de las autoridades mexicanas difiere radicalmente de la postura que han tomado las autoridades de otros países. En México ha existido una diferencia radical sobre el enfoque relativo a las consecuencias y las formas de enfrentar la presión hacia la apreciación de la moneda nacional derivada de la entrada masiva de capital especulativo.

La perspectiva de las autoridades monetarias mexicanas, particularmente las del Banco de México (Banxico) y de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), se aferró a descartar que la apreciación del peso frente al dólar fuera un factor negativo para la economía mexicana. En consecuencia, no se requería responder con controles o con otras medidas de gestión del tipo de cambio. La premisa es que México no está ni estará involucrado en una guerra de divisas. Para las autoridades, el sistema financiero mexicano contaba con la fortaleza que le permite sortear la apreciación registrada en el peso por la entrada de recursos líquidos del exterior (Mayoral, 2010).

En 2010, Ernesto Cordero, entonces titular de la SHCP, afirmaba que a México no le afectaría esta guerra de divisas debido a que el régimen de flotación que tiene le permitía absorber choques del exterior. Además, existía la posición oficial de no usar el tipo de cambio como herramienta de política comercial.

Lo que se debía hacer era cuidar la estabilidad, tener un manejo responsable de las finanzas públicas y ser prudentes en la toma de decisiones. Más relevante era considerar que los riesgos que enfrentaba la economía mexicana provenían de: 1) la desaceleración del ritmo de crecimiento en Estados Unidos, y 2) la incertidumbre fiscal de algunos países europeos (Becerril, 2010:5). Además, el secretario Cordero argumentaba que la apreciación respondía a la solidez de la economía:

La apreciación del tipo de cambio responde básicamente a dos factores: uno de ellos es la fortaleza de la economía mexicana: fortaleza en finanzas públicas, en estabilidad de precios y en condiciones macroeconómicas. Tales condiciones constituyen un buen lugar para invertir estos recursos y México es uno de estos países. México es una economía emergente destacada (Piz, 2011:6).

Para el entonces secretario de Hacienda la apreciación del peso no preocupaba porque la ventaja del sector exportador no dependía de ello, además de argumentar que la moneda mexicana era la que menos se había apreciado en la región. Según él, a mayo de 2011 esta apreciación sólo era de 8%. Su postura era que la entrada de capitales al país no se resolvía con herramientas de política macroeconómica debido a que no existía evidencia de que las políticas de control de cambio o de control de capital funcionaran (Saldaña, 2011:9).<sup>1</sup> Miguel Messmacher, entonces titular de la Unidad de Planeación Económica de la SHCP, llamaba la atención acerca de que “no estamos observando que estén explotando nuestras importaciones, no estamos observando un deterioro de nuestras cuentas externas y no estamos observando una desaceleración en el empleo” (Ojeda, 2011:5).

El ex secretario de Hacienda sostuvo, además, que la fortaleza del peso es un tema en el que se ponía mucha atención, pero que no debe causar conflicto, ya que la apreciación de la moneda mexicana es probablemente la más baja de la región, principalmente debido a que la inflación en México era muy baja. Además, este hecho alude a que el sector exportador mexicano no es especialmente sensible

<sup>1</sup> Tal parece que el entonces secretario no conocía la literatura a que se refiere la Tabla 2. Otros trabajos posteriores relevantes para entender el efecto de los controles de capital son los de Saborowsky *et al.* (2014), Mishra *et al.* (2014), Blanchard *et al.* (2015) y Blanchard (2016).

a los problemas del tipo de cambio, dado que se beneficiaba de otras ventajas competitivas, como la ubicación geográfica, una base sólida de capacitación y bajos costos de transporte y logística (Reuters, 2011).

Para Agustín Carstens, gobernador del Banxico, la situación estaba bajo control, ya que:

[...] la apreciación que hemos observado ha sido acompañada de una acumulación de reservas internacionales muy importante y, por otro lado, tenemos contratada la línea de crédito flexible con el FMI por 73 MMD [...] Pensamos que la solidez de la economía, antes que nada, la fortaleza fiscal, el manejo monetario que hemos llevado a cabo y además todos estos recursos que hemos venido acumulando deberían dar seguridad suficiente en los diferentes inversionistas como para que, aun si suben las tasas de interés, continúe habiendo un importante apetito por seguir invirtiendo en México. Pensamos que es una situación manejable y de hecho, la misma apreciación cambiaria es un factor que le da gradualidad a los movimientos de capitales (Piz, 2011a, 2011b).

También aseguraba que vigilaba y daba seguimiento a los niveles del peso frente al dólar, y que la moneda mexicana es una de las divisas que mejor se han comportado y la que más ha sostenido una apreciación real, argumenta que el peso “no está sobrevaluado”, e incluso las exportaciones crecen a un ritmo favorable, aun cuando la economía de Estados Unidos se desacelera (Mayoral, 2010). El gobernador de Banco de México argumentaba que la autoridad no puede hacer mucho si la moneda se aprecia o se deprecia, porque la política cambiaria que se aplica en México es la de un régimen de libre flotación (Becerril, 2011; Cárdenas, 2011).

El Banxico y la SHCP fueron y son renuentes a instrumentar mediadas macro prudenciales; es decir, políticas de gestión del tipo de cambio. El argumento central es que dichas medidas por lo general no tienen un efecto sostenible a mediano plazo y que los controles a los flujos de capital no son apropiados para México, dado que el país se encuentra en una etapa avanzada de profundización financiera. Afirman que México debe ser una alternativa atractiva para los inversionistas extranjeros, no sólo en el corto plazo, también en el mediano y largo plazos, ya que hay certeza de que en el mercado financiero mexicano se pueden generar utilidades tomando en cuenta la combinación riesgo-rendimiento (Becerril, 2011; Cárdenas, 2011).

Las autoridades mexicanas han visualizado la entrada de estos flujos de capital como una evidencia inequívoca del buen rumbo que lleva la economía como resultado de la gestión de las políticas públicas. Los funcionarios pregonaban que la política cambiaria, monetaria y fiscal que se ponía en marcha era la adecuada y no se debía temer a la entrada de flujos de capital, ni mucho menos a las apreciaciones del tipo de cambio, al contar con un sistema económico-financiero “blindado” contra externalidades. El blindaje con el que la economía mexicana cuenta para sortear las turbulencias internacionales se sustenta en la política de acumulación de reservas internacionales, y en la línea de crédito aprobada por el FMI desde el 10 de enero de 2011.

Más recientemente, en abril de 2015, en comparecencia ante los miembros de la Comisión de Hacienda del Senado de la República, el gobernador del Banco de México nuevamente mantuvo su posición de puertas abiertas a los flujos de capital argumentando que la tenencia de valores por parte de extranjeros es transitoria, y se ha mantenido relativamente estable. En conferencia de prensa dijo:

Hay que tener en mente que esto es un fenómeno transitorio, que puede haber un ajuste de portafolio, pero lo más importante es que va a llevar a un escenario de crecimiento más consolidado, más fuerte en Estados Unidos, y que eso va a ser favorable para México.

No obstante, en la ponencia que presentó en la reunión conjunta del FMI y el Banco Mundial del mismo mes sobre flujos de capital advirtió que los flujos de capital masivos generan distorsiones en el tipo de cambio y en las industrias de los países emergentes, lo cual justificaba el intervencionismo del Banxico con inyección de recursos al mercado cambiario con la finalidad de limitar la volatilidad del tipo de cambio. A pesar de advertencias como la anterior, el Banxico insiste en mantener puertas abiertas a tales entradas de capital (Ojeda, 2015:5).

Estas posiciones de las autoridades, sin embargo, no eran ni son compartidas por otros sectores. Representantes de los sectores industrial y agrario reiteradamente expresaron su preocupación por la pérdida de rentabilidad que registraban las exportaciones mexicanas ante la apreciación del tipo de cambio. La postura de los cafeticultores abiertamente contradice estas posiciones oficialistas al argumentar que sus ingresos habían sido afectados por la apreciación del peso. Fernando Celis Callejas, integrante de la Coordinadora Nacional de

Organizaciones Cafetaleras, apuntó que por la apreciación del tipo de cambio el sector había dejado de recibir 25% de sus ingresos y que para la cosecha de 2011 el total podría equivaler a 4 MMP, no obstante que los altos precios del producto ocultan los efectos negativos de la sobrevaluación. Así, cuando el precio en Nueva York era de 295 dólares por 100 libras, el mexicano se vendía en 305 dólares, lo cual implicaba 140% sobre abril de 2011, cuando costaba 127 dólares. Sin embargo, la apreciación favorecía la importación del grano en versión robusta, que estaba a 120 dólares pero que es adecuado para los requerimientos de los productores industriales como Nestlé (Chávez, 2011:17).

Buena parte del empresariado y de los productores nacionales han sustentado una posición parecida. Se afirma que la fortaleza del dólar provoca que los productos extranjeros sean cada vez más baratos en el mercado nacional y los productos de exportación sean más caros. El presidente de la Confederación de Cámaras Industriales (Concamin), Salomón Presburger, afirmó que la perspectiva económica del sector privado no es del todo positiva, en particular, por la eventual salida de capitales especulativos y, en consecuencia, se cuestionan las estrategias que el Banxico maneja para la salida ordenada de estos flujos y hasta dónde quieren llevar las reservas (Becerril, 2011b). Presburger consideraba oportuno que las autoridades, tanto del Banco de México como de la SHCP, deberían controlar el valor del peso ante el dólar a partir de tasas de interés, con el fin de hacer frente a la guerra de divisas mundial. También exhortó a las autoridades a defender la competitividad de la industria, evitando la apreciación de la moneda, ya que en su opinión una moneda demasiado fuerte provoca que las exportaciones se encarezcan y las importaciones se incentiven de manera ficticia (Monroy, 2011). Para Julio A. Millán, presidente de Consultores Internacionales y director de World Future Society, lo que se debería hacer era enfrentar la guerra de divisas de forma contundente por medio de una depreciación del peso a 13.50 y bajar las tasas de interés para ser más competitivos. De hecho, llegó a argumentar que al no disminuir las tasas de interés “seremos refugio de especuladores”, lo cual no hace ningún bien al país (Saldaña, 2010:13).

Cabe destacar que no todo el empresariado comparte esta postura. La presidenta del Consejo Nacional de la Industria Maquiladora y Manufacturera de Exportación (CNIMME), Mónica González, apuntó que la apreciación del peso frente al dólar “es manejable” para las empresas exportadoras, las cuales seguirían ganando participación en el mercado estadounidense, además

destacó que si bien un peso apreciado resta competitividad a las exportaciones mexicanas, hay otros factores compensatorios como el aumento de los precios de los combustibles y el alza de los costos de los inventarios (Morales, 2010).

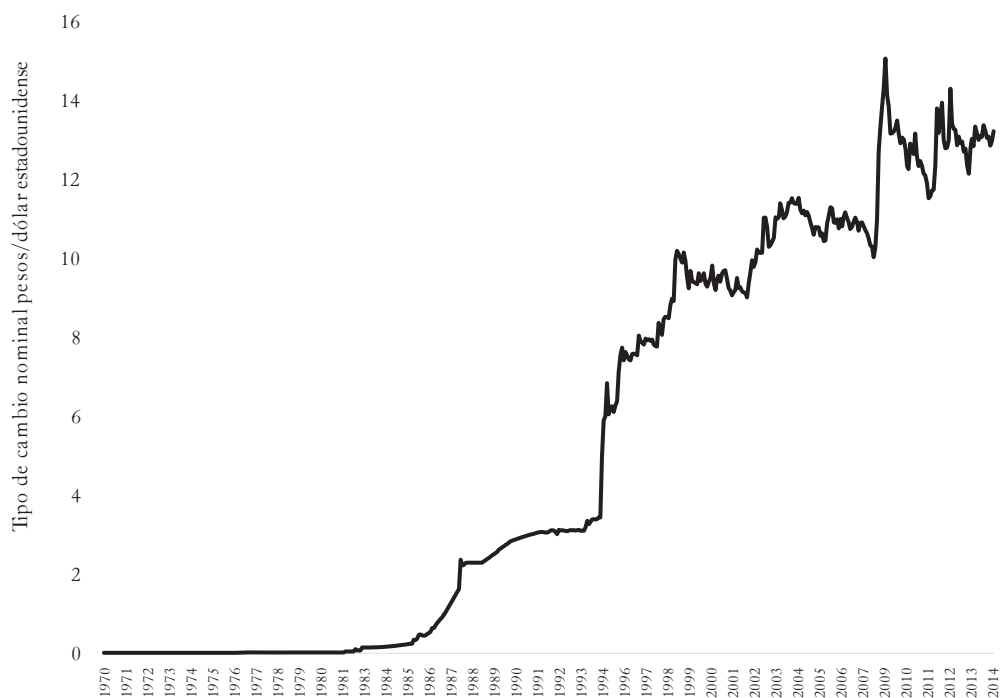
De estos ejemplos se puede deducir que las posiciones entre los dirigentes del sector industrial y los dirigentes de la política económica sobre los efectos que trae la apreciación del tipo de cambio no son uniformes. Por tanto, conviene identificar claramente el comportamiento real de la divisa respecto al dólar estadounidense, sus efectos sobre la economía y, principalmente, el costo que tiene para México recibir estos flujos de capital de corto plazo.

### **La evolución del superpeso: teoría y práctica**

La moneda mexicana no ha sido la excepción al proceso reciente de apreciación experimentado por las divisas de países en desarrollo. Este hecho no es en sí mismo extraordinario, ya que a lo largo de los años de este siglo la volatilidad del peso ha sido extraordinaria.

Hasta que comenzó el periodo de apreciación del peso en febrero de 2009, el país había estado sujeto a movimientos cambiarios resultado de los objetivos de los diversos regímenes de política monetaria. En la Gráfica 9 se observa que desde el abandono del régimen de tipo de cambio fijo en 1976, la paridad nominal se movió en una tendencia de largo plazo de pérdida de valor hasta 1994, resultado de las devaluaciones instrumentadas en la lógica del régimen de tipo de cambio ajustable. A partir de 1995 el comportamiento de la paridad del peso-dólar mantiene la tendencia de depreciación de largo plazo en un marco de gran volatilidad de apreciaciones-depreciaciones de corto plazo como resultado del comportamiento de libre flotación. El mayor salto en esta dinámica ocurre entre 2008 y 2009, cuando el tipo de cambio llega a su mayor nivel de depreciación. A partir de febrero de 2009 comienza la tendencia de apreciación del tipo de cambio, que se complica por su alta volatilidad.

GRÁFICA 9

*Tendencias del tipo de cambio nominal (peso/dólar): 1970-2015*

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México. Tipo de cambio Fix, fin de periodo.

La política cambiaria de devaluaciones entre 1976 y 1994 se convirtió en el factor principal de las diversas crisis que afectaron la economía mexicana, por lo cual en 1995 se toma la decisión de pasar a un régimen de tipo de cambio flexible. La volatilidad cambiaria que se experimenta desde entonces, como consecuencia de los vaivenes de las fuerzas del mercado, es un elemento determinante en la manera como se logran los equilibrios macroeconómicos y la evolución de la asignación de recursos. Es cierto que se ha logrado un ambiente de mayor estabilidad macroeconómica, pero poco ha contribuido este ambiente a favorecer el crecimiento del producto nacional.

El mercado cambiario mexicano inició su ascenso en 2009 y para junio de 2013 se negocian 35 MMD promedio diario en swaps, transacciones interbancarias, corporativas y de menudeo sin considerar operaciones a futuro, lo cual implicó un crecimiento de 65% en dicho periodo. Varias son las causas que contribuyen a este comportamiento:



1. Una mejoría en la calificación soberana.
2. La mayor acumulación de reservas internacionales.
3. El perfil en aumento del vencimiento de la deuda, interna como externa.
4. La mayor dimensión del mercado interbancario con la participación de operaciones corporativas y operaciones de fondos de inversión.
5. La entrada, más recientemente, de capitales de residentes en el exterior.

Este es el entorno en el que se debe evaluar la dinámica de apreciación cambiaria que el peso mexicano experimentó entre 2009 y 2014. La simple observación de la Gráfica 9 permite advertir que el tipo de cambio nominal, desde el inicio de la GR ha tenido una fuerte apreciación al pasar de 14.92 pxd en febrero de 2009 a 11.62 pxd en mayo de 2011. Esta apreciación de 22.1% ubica el valor de la moneda mexicana en el rango de los niveles que tuvo en 2004, pero lo mantiene aún alejado de los niveles inferiores a 11 pxd que experimentó a mediados de 2008. Lo más que puede decirse es que esta apreciación sirvió para regresar el valor nominal de la moneda mexicana a la tendencia de largo plazo impuesta por el régimen de libre flotación. Ver la problemática de la política cambiaria exclusivamente en esta perspectiva puede darle a las autoridades mexicanas la razón de que el comportamiento de la paridad cambiaria no requiere de medidas extremas de gestión del tipo de cambio, como reiteradamente lo han expresado.

Este enfoque es insuficiente para examinar el complejo dilema que afecta a la competitividad y la función que debe tener la paridad cambiaria. El detalle es que los movimientos del tipo de cambio nominal sólo reflejan lo que ocurre en el mercado cambiario, pero no los efectos que dichos movimientos tienen en otros mercados y cómo otros factores afectan el tipo de cambio. En particular, no reflejan el efecto de los movimientos en los precios locales y en el exterior. Se hace necesario ir más allá del tipo de cambio nominal, al campo del tipo de cambio real y la relación entre estos dos valores.

Empecemos por entender la diferencia entre uno y otro. El tipo de cambio real proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra, a diferencia del tipo de cambio nominal que proporciona el precio de una moneda en términos de otra. La paridad nominal es la cantidad de unidades monetarias por la que se intercambian dos monedas. Un ejemplo es la relación de 11.50 pesos

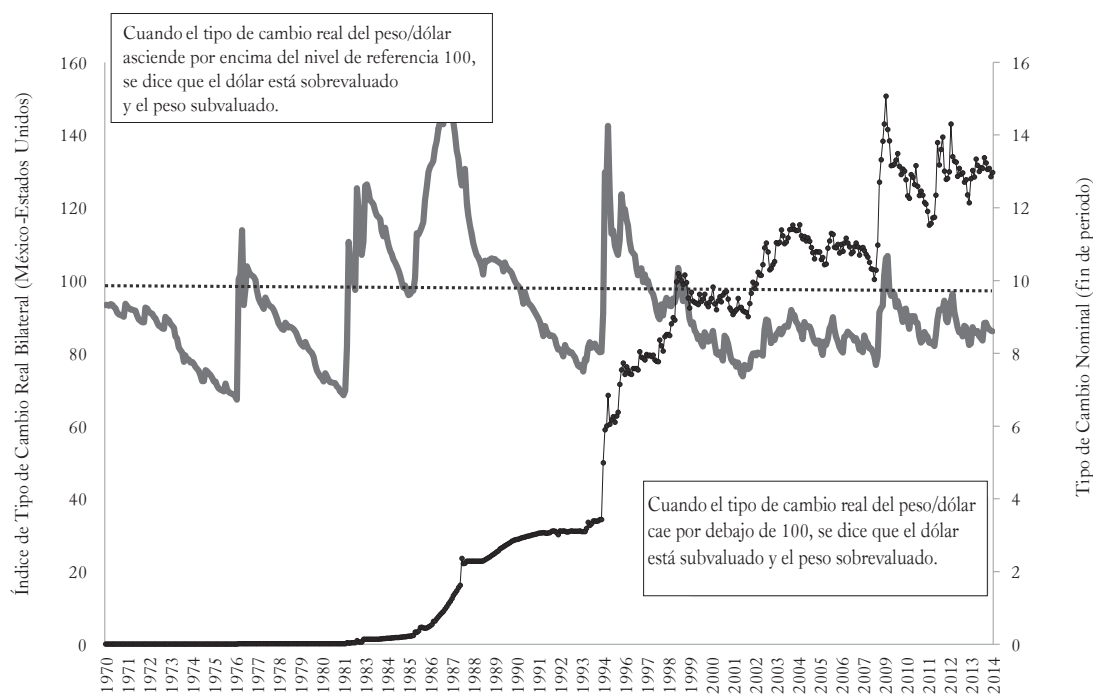
por dólar que se tuvo el 2 de mayo de 2011, lo cual es equivalente a cambiar un peso por 8.5 centavos de dólar. Pero este valor nominal no hace referencia a qué tanto poder adquisitivo tiene la moneda nacional. En condiciones de paridad de equilibrio las dos monedas deben tener la misma capacidad adquisitiva; es decir, 11.50 pesos deberían adquirir en México la misma cantidad de bienes o servicios que un dólar lo hace en Estados Unidos. Si ello no ocurre entonces se tiene una situación de desequilibrio, lo que significa que una moneda puede comprar más o menos bienes y servicios que la otra. Se dice, consecuentemente, que una moneda está sobrevaluada y la otra subvaluada. Este concepto de capacidad adquisitiva de las monedas nacionales es el que mide el tipo de cambio real.

De ahí que el tipo de cambio nominal sea entendido como el simple precio de dos divisas mientras que el tipo de cambio real sea entendido como el precio relativo de una canasta de bienes. El factor que hace la diferencia entre un concepto y el otro es el comportamiento que tienen los precios locales frente a los precios en el exterior. Formalmente ello significa que el tipo de cambio real es igual al tipo de cambio nominal multiplicado por la relación de los precios en el extranjero y los precios nacionales.

$$TCR = TCN \times \left( \frac{P^*}{P} \right)$$

$P^*$  y  $P$  son indicadores que miden el cambio de precios en cada uno de los países. El tipo de cambio real se convierte en un índice que se mide en relación con un nivel de equilibrio, que generalmente es 100. Empíricamente existen diferentes cálculos del tipo de cambio real, ya que se puede estimar en relación con un socio comercial, un conjunto de socios o todos los socios. En el caso de la economía mexicana, el Banxico publica diariamente el Tipo de Cambio Bilateral (México-Estados Unidos) al igual que un Índice de Tipo de Cambio Real (ITCR) ponderado en relación con 111 países.

GRÁFICA 10  
*Apreciación y sobrevaluación del peso: 1970-2014*



Fuente: elaboración propia con cifras del Banco de México.

En la Gráfica 10 se pueden apreciar las tendencias de largo plazo que muestran estas dos medidas del tipo de cambio. Se observan los distintos momentos de apreciación y depreciación nominal y real que experimenta el peso mexicano frente al dólar estadounidense de enero de 1970 a diciembre de 2014. La finalidad de examinar esta tendencia de largo plazo es demostrar dos hechos: el primero es que estos dos tipos de cambio tienen comportamientos muy diferentes, como inmediatamente se aprecia en la Gráfica 10. El otro hecho es que la economía mexicana ha funcionado con un tipo de cambio sobrevaluado y que lo ha hecho desde hace más de 40 años, salvo periodos cortos de subvaluación: octubre 1976-junio 1977; marzo 1982-octubre 1984; julio 1985-julio 1990; enero 1995-enero 1997; septiembre y octubre de 1998; y primer trimestre de 2009.

El Índice del Tipo de Cambio Real Bilateral (ITCR-Bilateral) nos indica en términos relativos el grado de sobrevaluación y subvaluación de la divisa mexicana frente a otra moneda extranjera, por supuesto para México la moneda relevante es el dólar. En la Gráfica 11 se presentan los niveles o grados de subvaluación o sobrevaluación que el peso mexicano ha tenido en el largo plazo de enero de 1970 a diciembre de 2014.

GRÁFICA 11  
*Grado de sobrevaluación y subvaluación  
 del peso con respecto al dólar estadounidense: 1970-2014\**



\* Julio de 2014.

Fuente: elaboración propia con cifras del Banco de México.

Cuando el tipo de cambio real (pesos por dólar) asciende por encima del nivel de referencia, por ejemplo 100, se dice que la moneda extranjera, el dólar, está sobrevaluada y la moneda nacional, el peso, está subvaluada. Por el contrario, si el tipo de cambio real cae por debajo del nivel de referencia, el dólar está subvaluado y el peso sobrevaluado (Mansell, 1994:86). La sobrevaluación significa que la moneda nacional en términos de su poder de compra es mayor que su valor nominal, de igual manera una subvaluación significa que la moneda nacional en términos de su poder de compra es menor que su valor nominal.

Del mismo modo, calcular el grado de sobrevaluación o subvaluación, suele ser una técnica básica para analizar la dinámica real del tipo de cambio. Éste se calcula con base en la diferencia porcentual entre el tipo de cambio nominal y el tipo de cambio real a un año base específico. Valores negativos (-) indican subvaluación de la moneda nacional, respecto a la extranjera y valores positivos (+) indican sobrevaluación de la moneda nacional con respecto a la extranjera. La Gráfica 11 muestra los grados de desequilibrio en que ha permanecido el tipo de cambio peso por dólar de enero de 1970 a diciembre de 2014. Sobre la base de estadísticas que proporciona el Banco de México se calcula que a mayo de 2011 se tuvo un grado de sobrevaluación de 17.28%; y que en un periodo de mediano plazo (enero 2000- mayo de 2011) este grado es de 15.06%. Estos grados de sobrevaluación son los que determinaron el concepto de “superpeso”.

Conceptualmente, cuando el tipo de cambio real está sobrevaluado, los productos extranjeros, en moneda nacional, resultan más baratos que los nacionales, debido al ascenso del poder adquisitivo de la moneda extranjera respecto a la local, lo cual incentiva una dinámica de compras en el extranjero. Cuando un tipo de cambio está subvaluado, al descender el poder adquisitivo de la moneda local respecto de la extranjera, los productos extranjeros resultan más costosos que los nacionales, lo cual estimula el crecimiento de la demanda por exportaciones. Estos efectos no son automáticos ni inmediatos ya que la reacción de los productores y los consumidores no dependen exclusivamente de la paridad cambiaria. El comportamiento de otras variables, estructurales como coyunturales, pueden en un momento determinado pesar más que el tipo de cambio en las decisiones de productores y consumidores.

México, al tener una economía abierta con un modelo de crecimiento orientado hacia la promoción de las exportaciones, debería mantener un tipo de cambio subvaluado, que le proporcionara un mayor grado de competitividad.

Desde el *Plan nacional de desarrollo económico* de Miguel de la Madrid Hurtado (1983-1988), las autoridades asumieron el compromiso de fomentar las exportaciones por medio de un tipo de cambio real competitivo;<sup>2</sup> es decir, un tipo de cambio un tanto subvaluado. Esta era, entonces, la posición congruente con los postulados del Consenso de Washington (Williamson, 1990; Kuczynski y Williamson, 2003). Tal parece que en materia de tipo de cambio México rema constantemente a contracorriente.

Los flujos comerciales, sin embargo, demuestran que la sobrevaluación del peso no ha sido negativa para la apertura al exterior. De hecho, México llegó a colocarse entre los 30 países más exportadores del orbe,<sup>3</sup> simultáneamente a que dejaba de ser un país primario exportador para convertirse en un exportador de manufacturas (Mold y Rozo, 2006). Esta situación aparentemente contradictoria responde a la dependencia que la estructura de exportación mexicana tiene de insumos intermedios y bienes de capital importados al estar integrado a un sistema de producción industrial basado en cadenas globales de valor, las cuales generan una alta conexión entre importaciones y exportaciones, tal y como lo explica Rozo (2009 a, b). Según el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (Inegi), en la etapa de apreciación cambiaria del peso mexicano entre marzo de 2009 y marzo de 2011, las exportaciones crecieron 66.8% y las importaciones 55.7%. Lo que este dato significa es que la sobrevaluación del peso mexicano coadyuva a la importación de los insumos que facilitan las exportaciones que México realiza. En estas condiciones el tipo de cambio se mantiene como una de las variables más significativas de la estrategia económica de apertura y promoción de exportaciones. El dilema con dicha estrategia es de otra naturaleza. Tiene que ver con el reducido valor agregado nacional que contienen las exportaciones manufactureras mexicanas, lo cual constituye un factor central coadyuvante al bajo nivel de crecimiento del PIB a pesar de la fortaleza de sus exportaciones (Mold y Rozo, 2006; Rozo, 2014).

<sup>2</sup> El tipo de cambio real competitivo es aquel que fomenta el incremento de las exportaciones y reducción de las importaciones, es decir, mejora el saldo de la balanza comercial.

<sup>3</sup> Esta clasificación la presenta la Organización Mundial de Comercio en su informe anual sobre el comercio mundial.

## La política cambiaria como política de desarrollo

Hasta la crisis de balanza de pagos de 1994-1995 el tipo de cambio funcionó como el instrumento de política económica que coordinaba las expectativas de inflación de acuerdo con los objetivos de la autoridad monetaria. El tipo de cambio se movía de acuerdo con los diferenciales de inflación entre Estados Unidos y México. La paridad se movía en función del mayor o menor ritmo de cambio en los precios de México respecto de los de Estados Unidos. A partir de la adopción del régimen de libre flotación cambiaria, la política monetaria asumió la función de ancla nominal de la economía; lo que implicó que el tipo de cambio se convirtiera en uno de los canales de transmisión de la política monetaria.<sup>4</sup>

Este canal funciona cuando movimientos en las tasas de interés hacen más o menos atractivos los activos financieros locales en relación con los activos financieros extranjeros. Este mecanismo incentiva la avalancha de capitales foráneos de corto plazo a la economía, dando lugar a la apreciación del tipo de cambio nominal. A su vez esta última lleva a una reasignación del gasto en la economía, ya que el ajuste cambiario tiende a abaratar las importaciones y encarecer las exportaciones. Esta dinámica al proporcionar una disminución de la demanda agregada contribuye al control de la inflación (Banxico, s/f; Carstens y Werner, 1999; Galindo y Ros, 2006).

El tipo de cambio tiene estos efectos directos sobre la inflación debido a que los hogares consumen bienes importados y nacionales, que inciden en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En la medida en que la producción de bienes nacionales incorpora insumos importados, la depreciación o apreciación de la paridad afecta directamente el nivel de los precios (De Gregorio, 2010). La apreciación del tipo de cambio significa una disminución en el costo de los insumos importados que a su vez se traduce en menores costos para las empresas, lo que afecta favorablemente el control de la inflación. De forma contraria, la depreciación hace subir los precios de los insumos importados, provocando un incremento en el INPC. En el fondo estos mecanismos terminan por imponer un modelo de estabilización estancadora.

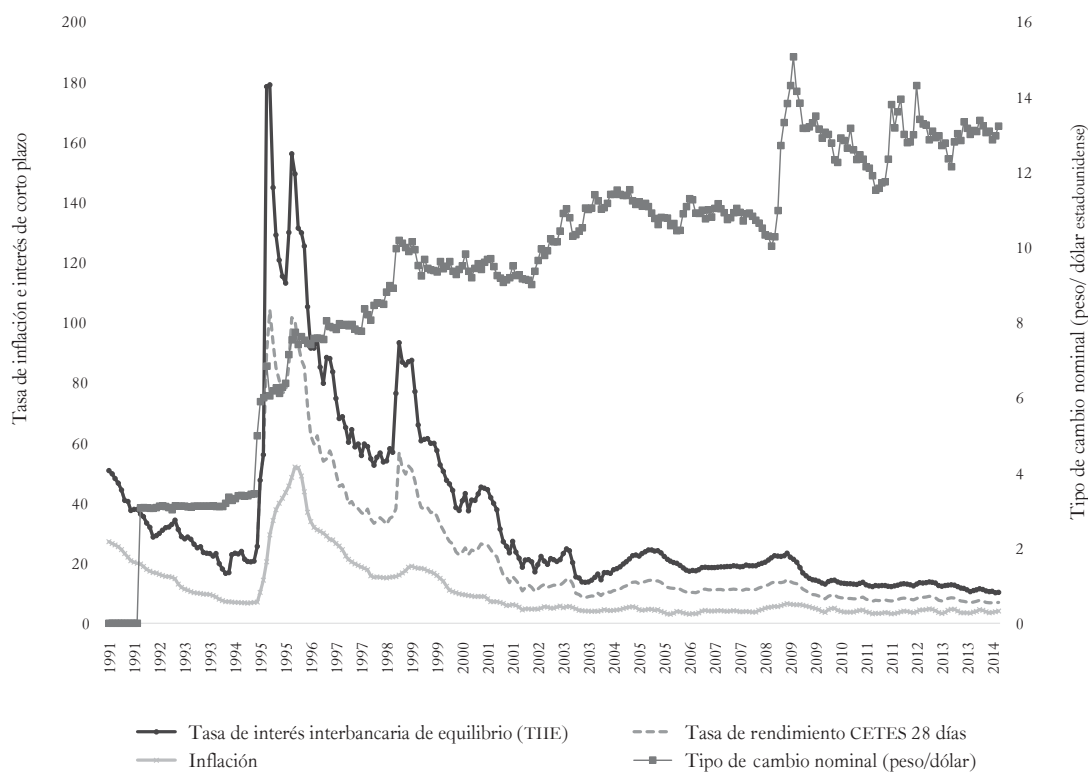
La Gráfica 12 muestra la dinámica del tipo de cambio nominal, la inflación y las tasas de interés de corto plazo en México. Desde la crisis de 1994-1995,

<sup>4</sup> Los otros canales de transmisión son: 1) Canal de tasas de interés; 2) Canal de crédito; 3) Canal de precios de otros activos; 4) Canal de expectativas.

para contener los efectos inflacionarios de la devaluación, se puso en marcha una política monetaria restrictiva, orientada exclusivamente a estabilizar las variables nominales de la economía. El tipo de cambio nominal siguió una larga tendencia de depreciación, hasta marzo de 2009, mientras las tasas de interés de corto plazo influyen de manera sistemática al control de la inflación, para lograr la meta de un nivel del 3% (+1, -1) de movimiento de los precios.

GRÁFICA 12

*Dinámica del tipo de cambio nominal, la inflación y la tasa de interés (Cetes y TIIE 28 días)*



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

En promedio, para marzo de 2009 las tasas de interés de corto plazo tenían niveles comparativamente altos al situarse en un nivel de 7.03% en Cetes a 28 días, y 7.6427% en la TIIE a 28 días, lo que proporcionó un marcado diferencial con las tasas de interés foráneas. Como se observa en la Gráfica 12, la tendencia de estas tasas es a la baja, que para diciembre de 2015 llegaron a sus niveles



mínimos. El promedio diario para diciembre de 2015 fue de 3.12% para la TIIIE referente y de 3.15% para la de Cetes a 28 días.

El hecho que resalta de estas observaciones es que en una economía altamente dependiente de las importaciones, como es el caso de la economía mexicana, un tipo de cambio sobrevaluado no necesariamente es negativo. Por el contrario, es altamente funcional a los propósitos de estabilidad de precios, como a los propósitos de la actividad exportadora sobre la cual se sustenta el modelo de desarrollo.

¿Por qué, entonces, tanto ruido y tanta preocupación por la apreciación del tipo de cambio en esta coyuntura cuando no lo ha sido en otras ocasiones? El dilema actual es que esta vez la apreciación del tipo de cambio nominal está siendo empujada por factores muy diferentes a los que intervinieron en el pasado y que podrían tener efectos muy negativos. Esta apreciación responde a la entrada mayúscula y acelerada de acarreo de divisas de corto plazo, cuya salida es inminente cuando las condiciones de baja rentabilidad en el exterior desaparezcan, como eventualmente ocurrirá con la normalización de la política monetaria de Estados Unidos. El resultado para México puede ser de: 1) desequilibrios monetarios, financieros y productivos; y 2) elevados costos por la acumulación de reservas. Estos costos son el tema central de análisis del resto de este trabajo.

### **Rendimiento y magnitud de los flujos de capital de corto plazo**

México es una de las economías emergentes que ha logrado ganar una posición relevante como un receptor neto de capitales foráneos en inversión extranjera directa, la inversión productiva de largo plazo generadora de nuevos empleos y progreso económico, al igual que de inversión de cartera, la inversión de corto plazo, generadora de burbujas especulativas y apreciaciones indeseadas en el tipo de cambio real y nominal. Significativamente, en los años más recientes este último tipo de inversión ha tendido a ser preponderante. Para las autoridades mexicanas este es un indicador de la fortaleza de nuestra economía. Un argumento más cercano a la realidad es que México ha sido un país altamente rentable para estos capitales, dado el alto diferencial entre las tasas de interés local y la de Estados Unidos, particularmente en el mercado de activos gubernamentales.

Esta afluencia de capital extranjero de corto plazo a México, como a otros países emergentes de América Latina y Asia, es producto de las operaciones de “acarreo de divisas”, principalmente denominadas en dólares, de países con tasas de interés bajas, para su inversión en instrumentos financieros tanto privados como gubernamentales que ofrecen un mayor rendimiento. Como lo reconoce el Banco de México, esta operación se lleva a cabo con la intención de obtener una ganancia cambiaria ante una posible apreciación de la divisa en la que se paga la mayor tasa de interés (2010c).

El rendimiento  $\mathcal{R}$  se puede medir mediante una fórmula calculada con base en la condición de paridad de intereses, que en su forma más sencilla se puede representar por la ecuación:

$$\mathcal{R} = i - (i^* + \Delta E_t)$$

La  $(i)$  representa la tasa de interés local,  $(i^*)$  es la tasa de interés en el extranjero y  $(\Delta E_t)$  es el cambio en la paridad. Si  $(\mathcal{R})$  es positiva, entonces lo que conveniente es invertir en la economía local; y si  $(\mathcal{R})$  es negativa, conviene más invertir en el extranjero. Cuando  $(\mathcal{R})$  es igual a 0, los rendimientos son iguales en ambos países, lo que hace a los inversionistas indiferentes en donde invierten.

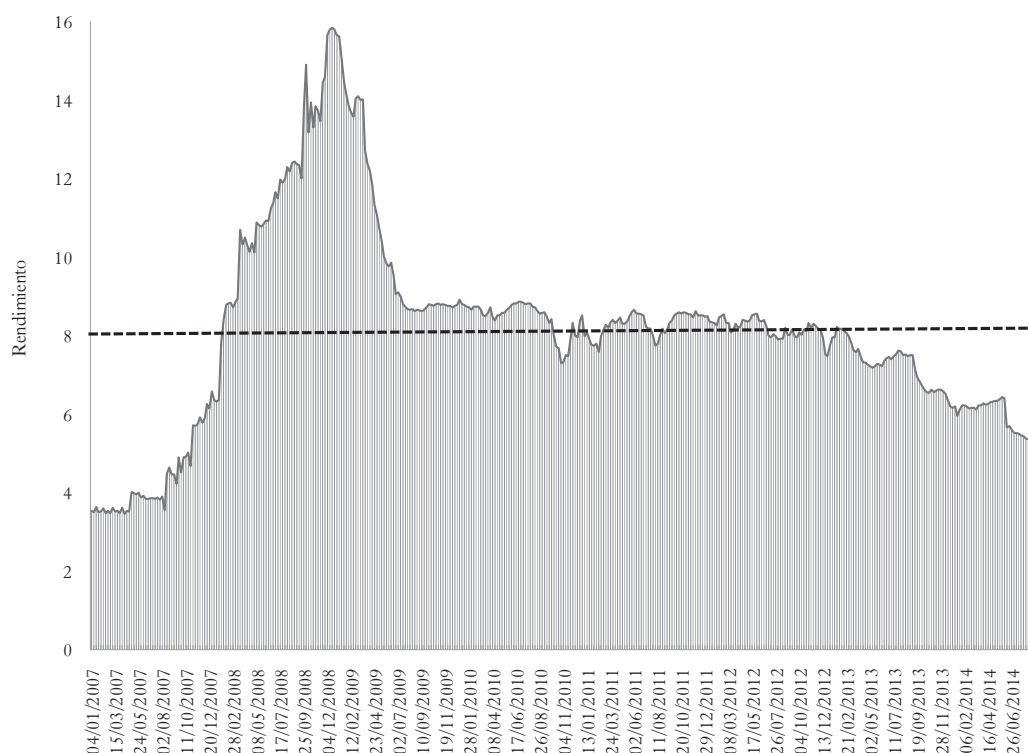
El entorno económico internacional ha propiciado que los participantes en los mercados financieros busquen aprovechar los diferenciales entre las tasas de interés en dólares y en otras divisas para obtener jugosos beneficios por el diferencial de las tasas de interés y apreciaciones en los tipos de cambio, aunque las fluctuaciones en estos últimos también implican un riesgo (Jordá y Taylor, 2009; Clarida *et al.*, 2009).

El acarreo de divisas hacia México es producto del atractivo rendimiento que tienen los instrumentos de deuda gubernamental de corto plazo. El diferencial que existe entre la tasa de interés de Cetes y la tasa de interés de Bonos del Tesoro de Estados Unidos, más los movimientos que ocurren en el tipo de cambio, es el factor central de estos flujos de capital especulativo.

Para realizar este análisis de rentabilidad de la economía mexicana, la tasa de interés local de referencia es la tasa de rendimiento de Cetes a 28 días, debido a la creciente demanda por estos valores gubernamentales, mientras que la tasa de interés en el extranjero es la tasa efectiva de fondos federales (Fedfunds) de Estados Unidos, y el cambio en la paridad es referido por el tipo de cambio

nominal Fix del Banxico. Estimaciones hechas con esta lógica de inversión de corto plazo permiten observar que entre 2008 y 2014 la tasa de rendimiento en los instrumentos de deuda de corto plazo en México haya sido ligeramente superior al 8%, más del triple del rendimiento que se obtiene en las economías desarrolladas que apenas alcanzaban el 2.5 por ciento.

GRÁFICA 13  
*Dinámica del rendimiento en México: 2007-2014\**



\*Julio de 2014.

Nota: el rendimiento es calculado conforme la teoría de la paridad de intereses con datos de la tasa Cetes 28, 91, 182 y 364 días y las Effective Federal Fund Rate de Estados Unidos.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México y Reserve Federal Bank of St. Louis.

La Gráfica 13 muestra el rendimiento medido por el concepto de la paridad de interés con datos oficiales del Banxico y del FED para las variables anteriormente señaladas, calculado de 2007 a 2014. La crisis financiera, pero principalmente la debilidad de la recuperación que aqueja a Estados Unidos, indujeron a que la tasa efectiva de fondos federales perdiera más de 500 puntos base desde 2007

hasta 2014. Sin duda, este es un hecho que ha incentivado el vuelo de capitales especulativos que encuentran en México un refugio adecuado ante el bajo nivel de rendimiento en sus países. De enero de 2007 a diciembre de 2008 el descenso de la tasa efectiva de fondos federales de Estados Unidos elevó el rendimiento en México hasta lograr su máximo nivel el 11 de diciembre de 2008, al alcanzar 16.1% en instrumentos de deuda de corto plazo.

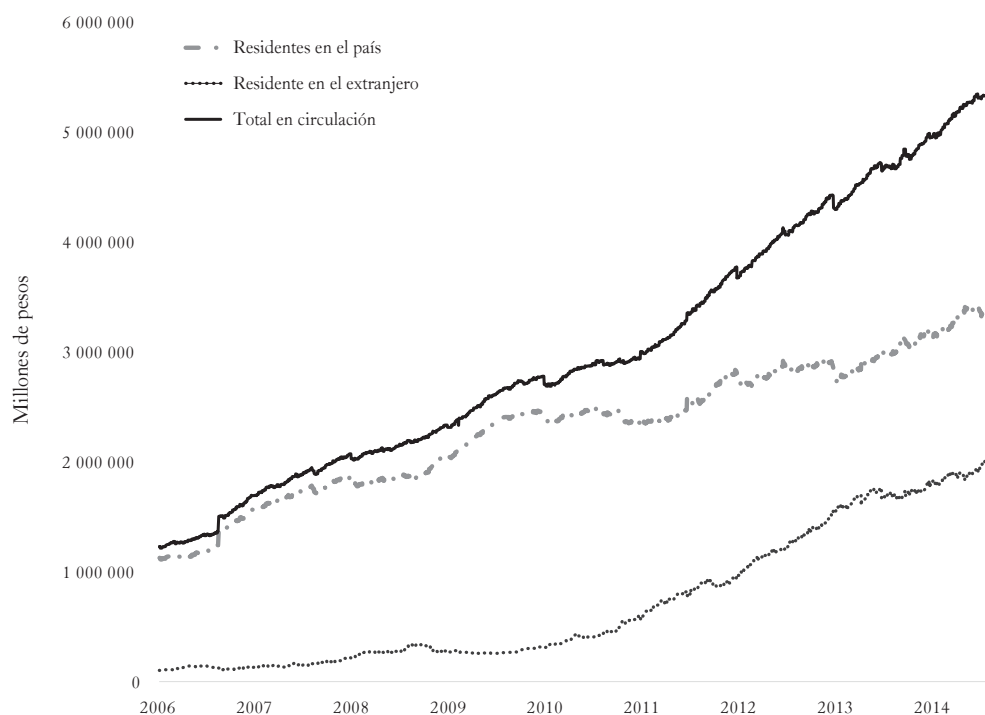
Este diferencial en tasas de rendimiento ha sido el producto de la inyección de liquidez en la economía estadounidense por medio de la estrategia de flexibilidad cuantitativa del FED, simultáneamente a que en la economía mexicana se aplica una política fiscal relativamente restrictiva y una política monetaria que permite altas tasas nominales de interés.

En la Gráfica 14 se aprecia el efecto que estas altas tasas de rendimiento han tenido en la tenencia de los valores gubernamentales de residentes y no residentes en México. Entre 2006 y 2014 se delinearán perfectamente dos periodos de evolución de estas tenencias. En el primer periodo (2006-2008) se presenta un bajo nivel de tenencia de los activos gubernamentales en manos de no residentes, pasa de un nivel de 128 524 MP a uno de 270 114 MP. Ello significa un crecimiento de 110%; por su parte, la tenencia de valores en manos de residentes se incrementa de 1 568 505 MP a 2 046 213 MP, presentando un crecimiento de 30 por ciento.

En el segundo periodo (2009 a 2014) el panorama se altera al aumentar la tenencia de residentes hasta los 3 922 MP, en tanto que la de no residentes llegó a 2 276 MP. Estos datos sobre la distribución de los valores gubernamentales por tipo de tenedores no dejan duda sobre la mayor dinámica que desde 2009 ha tenido la demanda de los no residentes. No obstante, durante 2014 la tenencia de valores gubernamentales en manos de residentes en el extranjero incrementó en solamente 8%, evidenciando una dinámica menos acelerada como resultado del tapering de la política monetaria del FED. En los años en que estas expectativas no existían, la tenencia en manos de no residentes crecieron abrumadoramente como lo apunta el crecimiento de 90% en 2010 (Cuadro 3).

## GRÁFICA 14

### Valores gubernamentales por tenencia: 2006-2014



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

## CUADRO 3

### Tasas de crecimiento de los valores gubernamentales por propietarios (porcentajes)

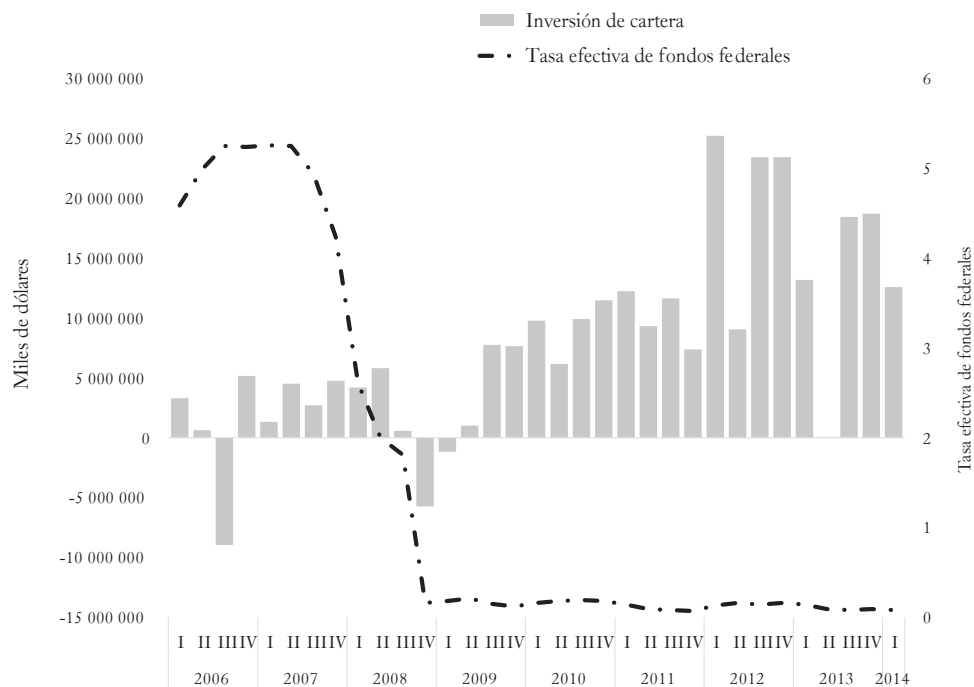
	Residentes en el país	Residentes en el extranjero	Total en circulación
2007	16	64	20
2008	13	23	14
2009	16	16	16
2010	0.8	90	11
2011	13	64	23
2012	0.3	61	16
2013	15	17	15
2014*	8	10	9

\* Julio de 2014.

Fuente: elaboración propia con cifras del Banco de México.

Un ángulo diferente de este mismo fenómeno se presenta en la Gráfica 15. En ésta se nota que a partir del primer trimestre de 2009 el comportamiento de los flujos de inversión de cartera hacia México cambia radicalmente. Entre 2006 y 2008 su comportamiento era errático sin una tendencia clara pero a partir de 2009 se observa una tendencia inequívoca de acelerado crecimiento. Se puede observar que a finales de 2008, cuando inicia la primera fase de la flexibilización monetaria (noviembre 2008-marzo 2010), el acarreo de divisas comienza su marcha y se consolida con la segunda fase del programa (noviembre 2010-junio 2011). Con la aplicación de la tercera fase de QE acordada por el FED, el 11 de septiembre de 2012 se consolidó el flujo de capital especulativo, lo cual ha hecho que cerca del 50% de la deuda gubernamental en pesos esté en posesión de no residentes. El resultado de este flujo es que el peso mexicano experimentó en el último semestre de 2012 una apreciación cercana al 12.5%, lo cual hizo que la divisa fuera la más revaluada frente al dólar superando a monedas como el zloty polaco, la corona sueca y el won coreano.

GRÁFICA 15  
Comportamiento de la tasa efectiva de fondos federales  
y la inversión de cartera en México: 2006-2014\*



\*Primer trimestre de 2014.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

No debe sorprender, entonces, que el comportamiento de la tasa efectiva de fondos federales de Estados Unidos y las corrientes de inversión de corto plazo hacia la economía mexicana tengan una correlación de -0.49 en el periodo comprendido de 2006 a 2014. Esta relación negativa significa que cuando la tasa de interés de Estados Unidos comienza a descender, los flujos de inversión extranjera de corto plazo crecen, lo que corrobora que mientras la economía estadounidense se mantenga con una política monetaria ultra expansiva, que permite una tasa de interés mínima, las condiciones de rentabilidad en México incentivarán el acarreo de divisas. Una rentabilidad segura y elevada produce el flujo de capital especulativo hacia México. También significa que cuando el FED incrementa su tasa de referencia, emigrarán hacia Estados Unidos capitales que ahora se encuentran estacionados en el sistema financiero mexicano, y esto ocurrirá aunque los fundamentales de la economía mexicana no sufran cambio alguno.

CUADRO 4A  
*Distribución de los flujos de inversión de extranjera en México*  
(2006-2014)

Año	Inversión extranjera total	Inversión extranjera directa (IED)	Inversión de cartera (IC)	Cartera		
				Valores emitidos en el exterior	Sector público, Mercado de dinero	Sector privado, Mercado accionario y de dinero
2006	21 000	20 863	137	-5 181	2 512	2 806
2007	45 602	32 253	13 349	6 020	7 810	-481
2008	33 139	28 313	4 826	2 396	5 953	-3 523
2009	32 592	17 331	15 261	7 627	3 479	4 155
2010	60 688	23 353	37 335	13 835	23 126	374
2011	63 977	23 354	40 622	15 537	31 650	-6 564
2012	98 817	17 628	81 188	24 672	46 643	9 873
2013	79 241	31 060	48 181	13 138	21 973	-942
2014	61 448	14 958	46 490	7 610	23 913	-4 833

Fuente: elaboración propia con cifras del Banco de México.

CUADRO 4B  
*Participación relativa de los flujos de capital respecto del total*

Año	Inversión extranjera total	Inversión extranjera directa (IED)	Inversión de cartera (IC)	Cartera		
				Valores emitidos en el exterior	Sector público, Mercado de dinero	Sector privado, Mercado accionario y de dinero
2006	100	99.3	0.7	-24.7	12.0	13.4
2007	100	70.7	29.3	13.2	17.1	-1.1
2008	100	85.4	14.6	7.2	18.0	-10.6
2009	100	53.2	46.8	23.4	10.7	12.7
2010	100	38.5	61.5	22.8	38.1	0.6
2011	100	36.5	63.5	24.3	49.5	-10.3
2012	100	17.8	82.2	25.0	47.2	10.0
2013	100	39.2	60.8	16.6	27.7	-1.2
2014	100	24.3	75.7	12.4	38.9	-7.9

Fuente: elaboración propia con datos del Cuadro 2.

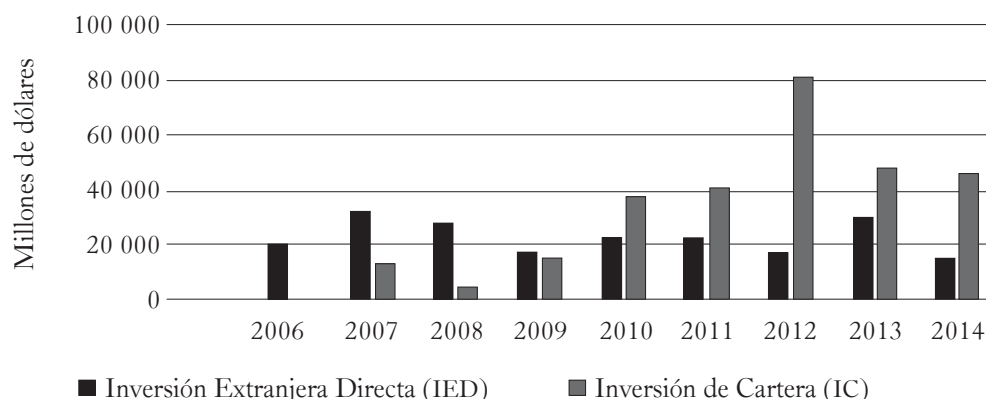
Estos altos niveles de rendimiento han hecho que la deuda interna bruta del sector público federal se haya prácticamente duplicado entre 2009 y 2014 al pasar de 2 288 MMP a 5 640 MMP, según datos de la SHCP (2016). En términos de inversión extranjera su crecimiento fue constante al pasar de 21 MMD en 2006 hasta su máximo nivel de 99 MMD en 2012, un aumento de 372%, que luego se redujo hasta los 61.5 MMD que entraron en 2014. Este crecimiento muestra, además, un cambio estructural de alta consideración, ya IED fue superior a la inversión de cartera hasta 2009, cuando estas magnitudes se invirtieron. Desde entonces el acarreo de divisas provocó que la composición se modificara haciendo que las inversiones de corto plazo superarán a las de largo plazo. Al cierre de 2012 la inversión de cartera sumó 81 MMD, su máximo nivel, mientras que la inversión directa alcanzó los 17.6 MMD, como se aprecia en los cuadros 4a y 4b y en la Gráfica 16.

Entre 2009 y 2012 la inversión de cartera creció de menos del 1% del total al 82% en 2012, aunque en los siguientes años la tendencia fue a la baja. Se manifiesta así una mayor preferencia por inversiones de corto plazo entre los inversionistas. Estos datos no dejan duda de que la inversión de corto plazo predomina en los flujos de inversión que provienen del exterior, incluso a costa de una reducción en los flujos de inversión productiva. El favorable rendimiento



que ofrece el mercado financiero mexicano empezó a favorecer a los capitales de corto plazo a partir del tercer trimestre de 2009. En tan sólo un trimestre, las operaciones pasivas crecieron 663%, superando así las operaciones de largo plazo. En términos relativos, la inversión de portafolio al cierre de 2012 representó 6.7% del PIB, en tanto que la inversión extranjera total alcanzó 7.8%. Esta magnitud en relación con el PIB no es menor, lo que se confirma al hacer la comparación en proporción a la base monetaria o a las remesas que entraron al país. Respecto de la base monetaria la inversión de cartera representó 123%, y respecto de las remesas 357 por ciento.

GRÁFICA 16

*México: flujos de inversión extranjera 2006-2014*

Fuente: elaboración propia con datos del Cuadro 2.

En 2013 y 2014 se nota un cambio en la preferencia de los inversionistas que está relacionado con el anuncio que en junio de 2013 hace Bernanke, entonces gobernador del FED, de terminar con la estrategia financiera de flexibilidad monetaria, lo cual implicaba el inicio, en un futuro no lejano, de aumentos en la tasa de interés de referencia de dicha institución. Este anuncio marcaba el final de la etapa de dinero barato y el inicio de una dinámica de recomposición de las finanzas internacionales con el vuelo a la seguridad, de los mercados emergentes hacia los mercados de países industriales, particularmente Estados Unidos, de los capitales golondrinos.

La magnitud de estos flujos se manifiesta igualmente en el crecimiento que tuvieron los mercados a los que se dirigieron, como son el accionario y el de dinero. La creciente inversión de cartera desde 2009 se manifiesta marcadamente en la preferencia de los inversionistas extranjeros por el mercado de dinero, lo cual implicó un crecimiento de este mercado de 1 241% respecto al año base de 2009, mientras que el mercado accionario experimentó una reducción de 141%. Este crecimiento del mercado de dinero se debe a que 39% de las inversiones totales en 2010 se insertaron en esta opción, en 2011 lo prefirieron 51%, mientras que en 2012 lo hicieron 50%. El mercado accionario en 2012 fue preferido por sólo 11% de los inversionistas.

Sin duda, desde 2009 México se ha convertido en un mercado altamente atractivo para el estacionamiento de capitales especulativos como consecuencia de una política pública que incentiva su entrada por medio de:

1. Ofrecer jugosas y fáciles ganancias por el diferencial en las tasas de los bonos de referencia. El Bono M10 del gobierno mexicano cerró en 2014 con un rendimiento de 5.84% en tanto que su equivalente en bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años lo hizo a 2.32%, una diferencia de 352 puntos base. Ello explica que los bonos M constituyeran 64.2% de los activos gubernamentales en poder de no residentes frente al 29.74% en Cetes, que pagan menos, a finales de 2014.
2. Condiciones estructurales de México que permiten enfrentar más exitosamente las turbulencias financieras del exterior, lo que proporciona condiciones más atractivas entre riesgo y rendimiento.
3. Condiciones macroeconómicas sin síntomas de calentamiento y robusto perfil fiscal y de deuda.
4. Un amplio nivel de liquidez y una gama de activos y plazos en el mercado de deuda gubernamental.
5. Una posición abierta y explícita de las autoridades de no imponer restricciones a la entrada de capitales ni a su permanencia en el país.
6. Reticencia de autoridades a intervenir.
7. La entrada de valores mexicanos al índice de bonos gubernamentales globales (WGBI) de Citi en 2010.
8. Relativa flexibilidad del tipo de cambio.

A estos factores internos podrían agregarse algunos externos que crean condiciones generales para un mayor movimiento transfronterizo de capitales, como pueden ser:

1. La flexibilidad de la política monetaria en Estados Unidos, la zona euro, y Japón que genera ingentes cantidades de liquidez que buscan mayores rendimientos.
2. La baja generalizada globalmente de aversión al riesgo.
3. Las bajas tasas de rendimiento financiero en mercados de países industriales.
4. La indecisión del FED para aumentar su tasa de interés y normalizar su política monetaria.

Lo que es menos claro son los beneficios de estos flujos especulativos de capital que han hecho pasar a la economía mexicana de un bajo a un elevado perfil de endeudamiento, forzando un cambio estructural de este endeudamiento al desplazar las emisiones de valores a la forma tradicional de endeudamiento por medio de crédito bancario. El argumento básico tradicional es que la afluencia de capitales complementa el ahorro interno, lo cual contribuye a que se abarate el costo del crédito en el mercado local, lo que se traduce en hacer posible aumentos en la inversión y, en consecuencia, termina por influir positivamente en el crecimiento del producto (De la Dehesa, 1994). A ello contribuye, igualmente, el posible efecto consumo por la reducción en los costos del crédito. Otro efecto de relevancia es que estos flujos permiten un fondeo gubernamental más barato que contribuye a aliviar el servicio de la deuda. Adicionalmente se tiene el efecto de diversificación internacional de los portafolios de los inversionistas, vital para los mercados de capital aunque no representa un beneficio directo para los países receptores.

Estos planteamientos contrastan con los planteamientos originales a la Mundell Fleming de que a una tasa de interés determinada por la política monetaria los flujos de capital de entrada inducen a una apreciación de la moneda local, lo cual repercute en una contracción en las exportaciones netas cuyo efecto final es inducir a una baja en la tasa de crecimiento del producto nacional.

En la lógica de estas posturas prácticamente contrapuestas, no debe sorprender que en un trabajo de reciente publicación por el FMI, Blanchard *et al.* (2015)

inician su planteamiento en los siguientes términos: “¿Son los flujos de capital expansionistas o contraccionistas? Uno pensaría que la respuesta fue acordada hace mucho tiempo. Pero, de hecho, no lo ha sido. Y existe una impresionante esquizofrenia” (2015:3). En lo que parece haber más consenso es en que los efectos de la apertura a los flujos de capital dependen significativamente del tipo de activos de que se trate, lo que en términos generales podría separarse entre bonos y no bonos (Blanchard *et al.*, 2015; Fratzcher, 2012). La consideración general es que los bonos tienen una mayor propensión a generar efectos negativos, en tanto que los no bonos tienden hacia una mayor estabilidad al igual que se reconoce que sus efectos para generar volatilidad son más pronunciados en los países en desarrollo que en los países industriales (Bluedorn *et al.*, 2013), pero estos efectos también dependen de la resiliencia acumulada de los países (IMF, 2013).

### **Las experiencias de Brasil y Chile**

En este contexto global de alto rendimiento por los diferenciales en tasas de interés entre las economías emergentes y las desarrolladas, América Latina se ha convertido en un estacionamiento de capital que permite ajustar los desequilibrios de otras economías que se derivan de: 1) las políticas monetarias laxas de la FED, del BCE y del Banco de Japón; 2) los desequilibrios monetarios en las economías industriales con bajas tasas de interés que inducen a que sus capitales se trasladen a las economías emergentes; 3) el Factor China, que al imponer las autoridades monetarias controles de capital para evitar la apreciación del yuan, empujaba a los capitales especulativos a buscar refugio en otras economías emergentes.

El problema es que la región latinoamericana no tiene el dinamismo ni el tamaño para ajustar todo el exceso de ahorro existente globalmente. Ello significa que los desequilibrios en otras regiones del mundo se transmiten masivamente a las economías emergentes de América Latina. Según Nicolás Eyzaguirre, director del Departamento del FMI para América, las economías de la región tienen todo el derecho a defenderse de los efectos que pueden tener estos flujos, pero deben hacerlo bien, lo cual significa aplicar medidas preventivas tales como: 1) política fiscal neutra, que significa aprovechar los flujos para desendeudar a sectores públicos y reducir déficits; 2) como no es claro que la política monetaria

pueda frenar la demanda local es prudente llevar a cabo una política monetaria neutra con tasas de interés estimulantes que dejen que se aprecie el tipo de cambio; 3) evitar que el sector financiero tenga un comportamiento pro cíclico; 4) hacer uso de provisiones dinámicas por medio de coeficientes de liquidez; 5) asegurar que los deudores no comprometan un porcentaje alto de sus ingresos para el servicio de la deuda; 6) fijar requisitos de capital (González, 2011:5).

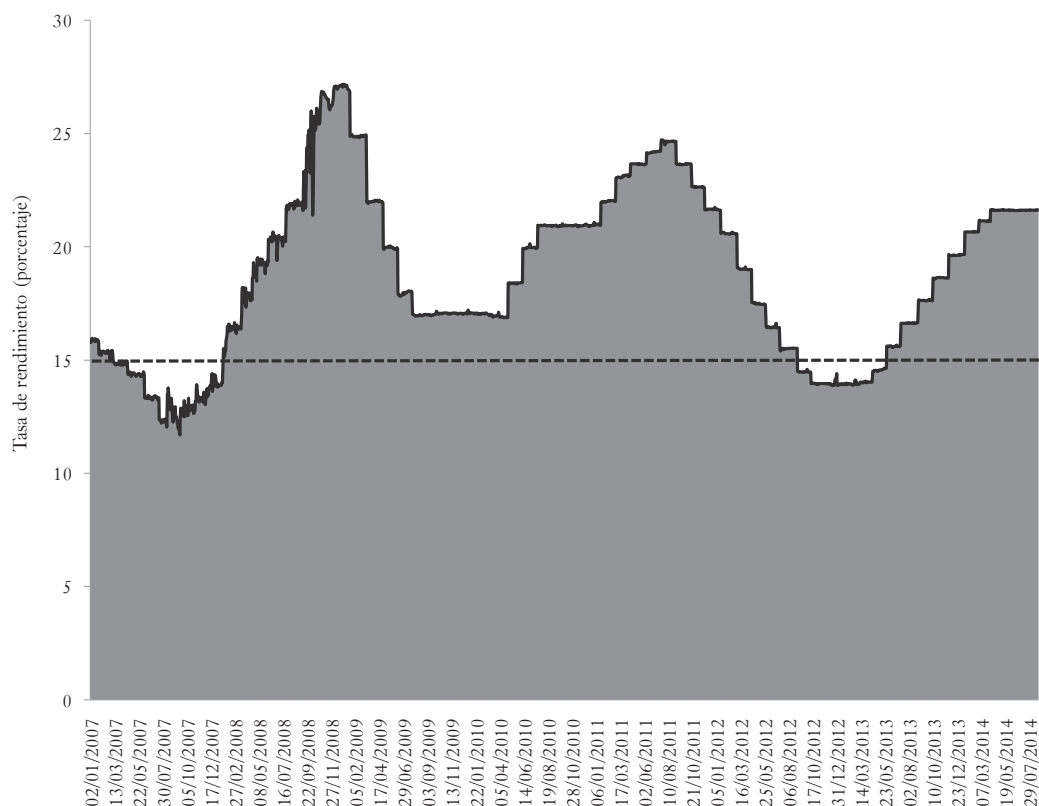
El dilema con la aplicación de este tipo de políticas es la necesidad de políticas restrictivas que al controlar la inflación inducen a altos diferenciales en las tasas de interés respecto de los países industriales que generan la rentabilidad que atrae el acarreo de divisas. México no es el único país de América Latina con este alto nivel de rendimiento. La economía brasileña tuvo en el periodo 2010-2014 un rendimiento superior al 15%, alcanzando su nivel máximo en julio de 2011, con 24.72% que no logró superar los niveles de mediados de 2008 que habían hecho que el real se apreciara en 50% a 1.6 reales por dólar desde 3.1 reales por dólar en 2004. Posteriormente, para 2013 el rendimiento descendió escalonadamente hasta observar un promedio de 13.9% pero con una tendencia creciente desde entonces (Gráfica 17). El alto rendimiento que ofrecía la economía brasileña incentivó el ingreso de una extraordinaria cantidad de capitales foráneos. En 2010, por ejemplo, la inversión extranjera en cartera fue de 67 795 millones de dólares, de los cuales 37 684 millones de dólares, 55% del total, se captaron en el mercado accionario.

En el mismo orden se negociaron 30 111 millones de dólares en títulos de renta fija, de los cuales fueron negociados en el país 48% y en el exterior 52%. Esta dinámica no se mantuvo en 2011 ya que la inversión extranjera en cartera se redujo a 28 485 millones de dólares, lo que significó sólo 10% de la inversión extranjera total al recibir en inversión extranjera directa 202 586 millones de dólares. En el largo plazo la tenencia de activos locales por inversionistas extranjeros creció de prácticamente cero en 2005 a 180 MMD en 2014 (BIS, 2015).

Estos altos flujos de inversión de cartera en Brasil provocaron la apreciación del real a niveles exorbitantes, lo que explica la preocupación de las autoridades monetarias por controlar el acarreo de divisas a su economía, y de ahí la agilidad para poner en marcha políticas de control a la entrada de capital (Prates, Cunha, Lélis, 2009). Brasil impuso entre 2009 y 2011 un impuesto del 1.5% a los ADR y uno de 6% a las operaciones financieras, a la vez que aplicó un requisito de

## GRÁFICA 17

Comportamiento del rendimiento de Brasil (Tasa Selic): 2007-2014\*



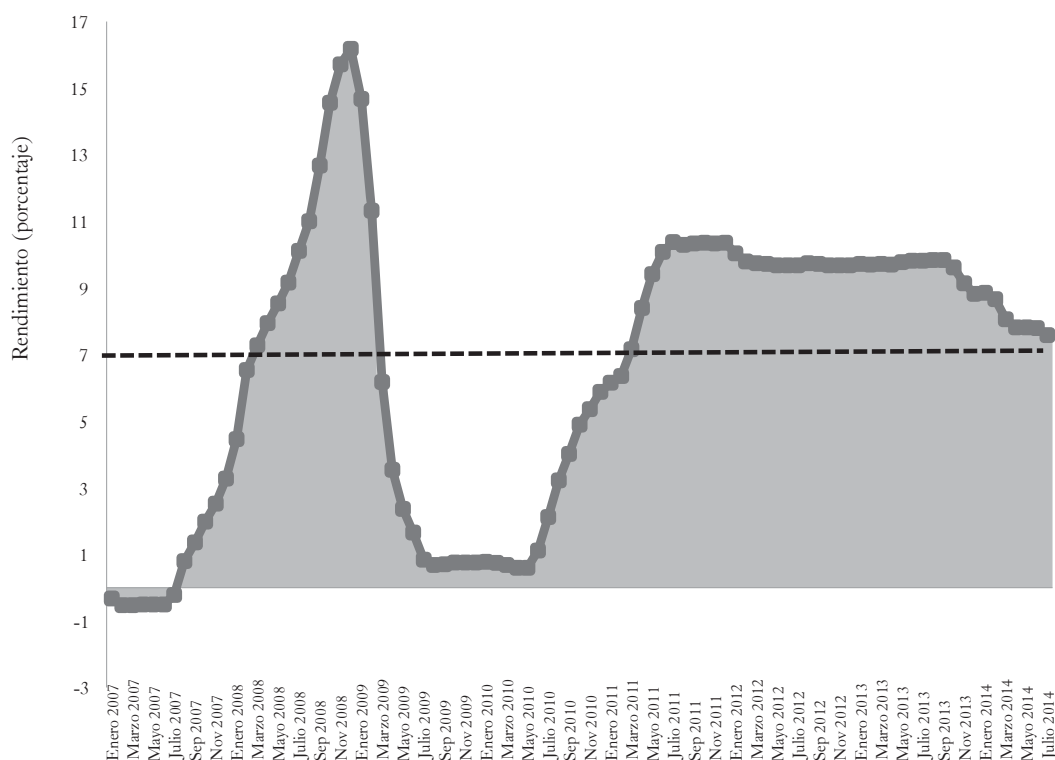
\* Julio de 2014.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Brasil y Federal Reserve Bank of St. Louis. Nota: Se elaboró con base en la Paridad de intereses de Brasil (Selic) y Estados Unidos (Effective Federal Funds Rate).

reserva limitada a las inversiones de cartera como un medio de mitigar el flujo de capitales al país (Alfaro, Chari, Kanczuk, 2014). No obstante, Brasil encabezó el ciclo de alzas de la tasa de interés al aumentar en abril de 2013 la tasa Selic, acumulando un incremento de 700 puntos base, 200 de éstos en 2015 (Chamon y García, 2013, citado por Alfaro *et al.*, 2014).

La economía chilena también experimentó una fuerte apreciación en su moneda, por lo que ha instrumentado políticas de protección contra el capital extranjero. Su rendimiento, estimado según el método de paridad de intereses, muestra una dinámica marcadamente diferente a las de Brasil y México (Gráfica 18).

GRÁFICA 18

*Dinámica del rendimiento en Chile: 2007-2014\**

\* Julio de 2014.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central de Chile y Federal Reserve Bank of St. Louis. Nota: se elaboró con base en la Tasa de interés de la política monetaria de Chile (Selic) y Estados Unidos (Effective Federal Funds Rate).

Entre 2007 y 2011 Chile tuvo al menos dos picos de rendimientos mínimos y dos de recuperación. La Gráfica 18 muestra que durante el primer semestre de 2007 el país tenía un rendimiento promedio negativo de 0.44%, lo que indica que era más rentable invertir en el extranjero que en el mercado financiero chileno. Sin embargo, a partir del segundo semestre el rendimiento comenzó a ascender hasta llegar a un nivel máximo de 16.2% en diciembre de 2008. Posteriormente, en 2009 y hasta el primer semestre de 2010, el rendimiento descendió una vez más, logrando el mínimo nivel en mayo de 2010 con apenas 0.60%. En contraste, del segundo semestre de 2010 al primero de 2011 el pico de recuperación se fue marcando paulatinamente al punto de ofrecer en diciembre de 2011 un rendimiento real de 10.36%, superior al de México en 188 puntos base, pero

inferior en 1 138 puntos base al de Brasil. A enero de 2013 el rendimiento se redujo a 9.7%. Para fines de 2015 su tasa de referencia, a pesar de haber subido en 25 puntos, se situaba en 3.50%, en niveles comparables a los de México.

Esta dinámica de rendimiento en Chile puede ser consecuencia de su política monetaria de estabilidad de precios. Durante el primer periodo de crecimiento del rendimiento (segundo semestre de 2007 al segundo de 2008) Chile experimentó un alto nivel de inflación, 8% en promedio, debido al crecimiento en los precios de las materias primas principalmente del cobre. Por lo tanto, la tasa de interés de referencia era ajustada cada mes a los propósitos del Banco Central de converger a la meta inflacionaria de 3%. Se aumentaba la tasa de interés en concordancia con el crecimiento de la inflación. Así, cuando se inició la caída de la inflación en 2009 se optó por una política de estímulo monetario, y por tanto se presionó a que la tasa de interés de la política monetaria se mantuviera a niveles mínimos. A su vez, en 2010 y 2011 se decidió retirar el estímulo monetario y se acordó incrementar en 50 puntos base, mes por mes, la tasa de interés incrementando el rendimiento (Banco de Chile, 2007-2011).

La consecuencia es que Chile no se vio favorecido por los flujos de inversión extranjera de cartera, ya que en 2010 obtuvo un flujo de 6 082 millones de dólares y un flujo negativo de 6 142 millones de dólares en IED. En su momento, la fuga de capital de corto plazo se debió, por supuesto, al bajo rendimiento en el mercado financiero, puesto que las tasas de interés interbancarias a un día fluctuaban en promedio en 1.40% en 2010 y 3.4% en el primer trimestre de 2011. Al cierre de 2012 la inversión de cartera fue de 3 591 millones de dólares, mientras que la IED fue negativa en 8 485 millones de dólares.

El hecho relevante es que a Chile no le afectó la escasa participación de las inversiones de cartera extranjera, ya que la banca chilena se encuentra en una posición sólida, como lo asegura Álvaro Saieh, presidente del Banco Corpgruop. El argumento es que el mercado interno chileno es limitado, por lo cual los bancos chilenos están incrementando participación en otros países como Estados Unidos y España. Además, Chile –al ser una de las economías que menos ha resentido la crisis financiera global, por la solvente posición de su banca– ha podido ofrecer créditos con altos parámetros de calidad/país y calidad/empresa en otros países al tiempo que se especializan en proyectos de los sectores energético, servicios e infraestructura (Marirrodriaga, 2011).



Brasil y Chile son así ejemplos de economías que al contrario de México han resistido la entrada masiva de capital de corto plazo en sus mercados financieros, ya sea por medio de políticas de control al capital o políticas de intervención.

### **Inserción de los capitales de corto plazo en instrumentos de deuda**

El acarreo de divisas al mercado financiero mexicano de corto plazo es una actividad que creció con gran dinamismo desde 2009, favorecido por el hecho de que los valores en moneda nacional comprados por no residentes no se toman en cuenta para el cálculo oficial del endeudamiento externo. La característica sobresaliente de estos flujos de acarreo es su preferencia de renta variable hacia renta fija en instrumentos gubernamentales de mediano y corto plazo. Exponemos ahora el tipo de activos a los cuales responden los flujos de capital foráneos de corto plazo en la economía mexicana.

El mercado de dinero funciona sobre la base de instrumentos emitidos por el gobierno federal a partir de la SHCP, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) y el Banxico. Cada dependencia emite valores gubernamentales cuya finalidad es incrementar los recursos del gobierno y/o regular la oferta monetaria. Estos valores gubernamentales son títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo que pueden considerarse como instrumentos de política monetaria para el control de la liquidez en el mercado financiero.

Los valores gubernamentales que más participación tienen en el mercado de dinero son los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), los Bonos de Desarrollo de Gobierno Federal (Bonos), los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (Udibonos), los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) emitidos por la SHCP y los Bonos de Protección al Ahorro (BPA) emitidos por el IPAB. En el Cuadro 5 se desglosan los instrumentos financieros gubernamentales y sus características relativas a valor nominal, plazo de vigencia, tasa de interés y fecha de su primera emisión.

**CUADRO 5**  
*Valores gubernamentales en México*

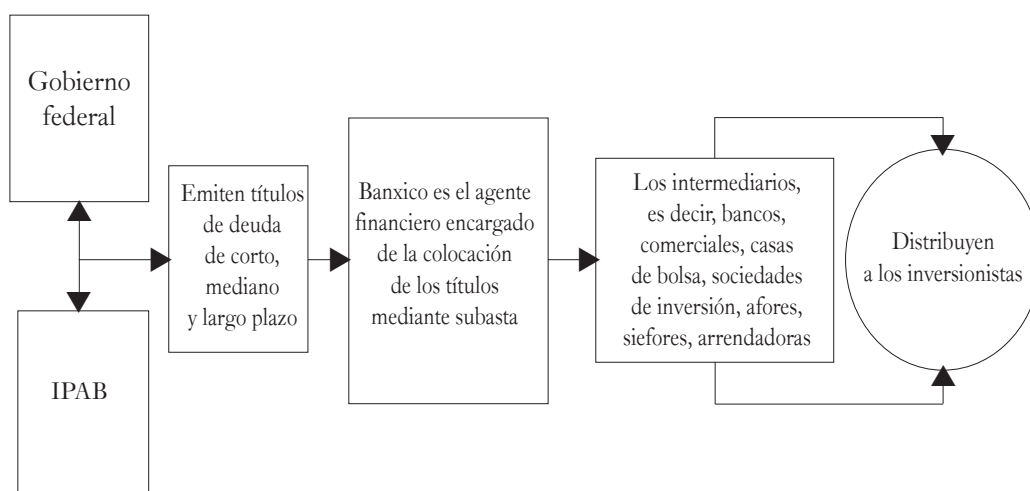
Instrumentos	Valor nominal	Plazo	Plazo utilizado más frecuente	Periodo de interés	Tasa de interés	Primera emisión
Cetes Certificados de la Tesorería de la Federación	10 pesos	Mínimo: 7 días Máximo: 728 días	28 días y 91 días, y cercanos a los 6 meses y 1 año	Bonos Cupón cero	Tasa de rendimiento referenciada a la tasa de descuento	19 de enero de 1987
Bondes D						
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal	100 pesos	Múltiplo de 28 días	1, 3 y 5 años	28 días	Tasa de fondeo bancario en el periodo de interés	17 de agosto de 2006
Bonos						
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal con Tasa de Interés Fija	100 pesos	Múltiplo de 182	3, 5, 10, 20 y 30 años	182 días	Fijada por el gobierno federal en la emisión	27 de enero de 2000
Udibonos						
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (UDI's)	100 UDI's	Múltiplo de 182	3, 10 y 30 años	182 días	Fijada por el gobierno federal en la emisión	30 de mayo de 1996
Valores del IPAB						
BPA's						
Bonos de Protección al Ahorro	100 pesos	Múltiplo de 28 días	1 y 3 años	28 días	Cetes de 28 días	2 de marzo de 2000
BPAT						
Bonos de Protección al Ahorro con pago trimestral de interés	100 pesos	Múltiplo de 91 días	3 y 5 años	91 días	Cetes de 91 días	4 de julio de 2002
BPA 182						
Bonos de Protección al Ahorro con pago semestral de interés y protección contra inflación	100 pesos	Múltiplo de 182 días	5 y 7 años	182 días	Cetes de 182 días, o cambio del valor de la UDI en el periodo	29 de abril de 2004

Fuente: títulos de deuda emitidos por el gobierno federal, el IPAB y el Banco de México (abril de 2010).

El mercado de dinero, conocido como el mercado de renta fija, inicia su mecanismo de transmisión cuando el gobierno federal o el IPAB emiten títulos de deuda de corto, mediano y largo plazo que el Banco de México coloca por medio de subastas primarias de estos valores entre los diferentes intermediarios financieros, generalmente los martes para valores gubernamentales y los miércoles para los valores del IPAB (Esquema 1). Asimismo, el intercambio de los títulos por dinero, es decir la colocación, se lleva a cabo los jueves. Actualmente estos valores gubernamentales pueden ser adquiridos en subasta primaria únicamente por medio de instituciones financieras (bancos, casas de bolsa, sociedad de inversión y afores), los cuales a su vez fungen como intermediarios al distribuir en el mercado secundario los instrumentos de deuda, ya sea con inversionistas residentes o no residentes en México (Banxico, 2010a).

## ESQUEMA 1

*Mecanismos de subasta de valores gubernamentales, del IPAB y Banxico*



Fuente: elaboración propia con información del Banco de México.

Los inversionistas encontraron en la tenencia de valores gubernamentales un gran atractivo económico al exhibir este mercado un crecimiento de 250% entre 2006 y 2015. Como hace referencia el Cuadro 6, los valores gubernamentales en circulación alcanzaron en el 2015 un total de 6.2 billones de pesos, de los cuales 3.9 billones fueron distribuidos entre residentes en México y 2.3 billones

entre los residentes en el extranjero, lo que en proporción significan 63.3% y 36.7%, respectivamente. El aspecto sobresaliente de esta dinámica es que los valores gubernamentales en manos de no residentes crecen en 1 550% mientras que la tenencia de los residentes en el país lo hace en 140% entre 2007 y 2015.

Los años de mayor dinamismo fueron entre 2010 y 2012, cuando la tenencia de no residentes se quintuplicó al pasar de 325 000 millones de pesos a 1 714 MMP. Igualmente significativo es que en 2015 esta tendencia de crecimiento llega a su fin y, por el contrario, se convierte en una desinversión de 0.3% respecto del año anterior. Naturalmente, ello es consecuencia de la decisión del FED de iniciar el proceso de normalización y endurecimiento de su política monetaria por aumentos periódicos de su tasa de redescuento.

CUADRO 6  
*Tenencia de valores gubernamentales por residencia, 2006-2015*

Diciembre	Total saldo	TcPA	Residentes	TcPA	No residentes	TcPA
2006	1 767 910 329		1 630 004 521		137 905 808	
2007	2 082 398 400	17.8	1 855 807 195	13.9	226 591 205	64.3
2008	2 361 762 601	13.4	2 083 538 298	12.3	278 224 303	22.8
2009	2 767 946 654	17.2	2 442 158 716	17.2	325 787 938	17.1
2010	3 152 934 133	13.9	2 520 839 447	3.2	632 094 686	94.0
2011	3 875 914 561	22.9	2 841 603 938	12.7	1 034 310 623	63.6
2012	4 663 085 226	20.3	2 949 519 487	3.8	1 713 565 739	65.7
2013	5 150 496 362	10.5	3 232 721 593	9.6	1 917 774 769	11.9
2014	5 935 661 976	15.2	3 652 631 543	13.0	2 283 030 433	19.0
2015	6 199 023 380	4.4	3 922 765 326	7.4	2 276 258 054	-0.3

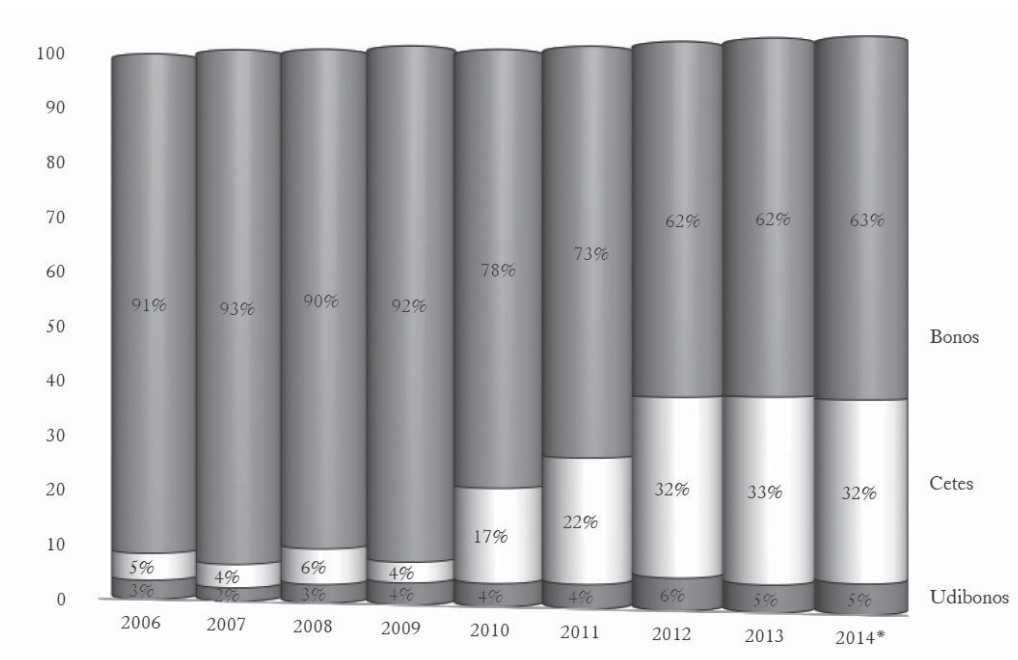
Fuente: Banxico, Circulación y tenencia de valores del gobierno federal, página web, consulta el 8 de enero de 2016.

El crecimiento de la tenencia de instrumentos gubernamentales en manos extranjeras, desde septiembre de 2008 luego de la quiebra de Lehman Brothers, fue apoyado por el MexDer y su Cámara de Compensación, Asigna, al bajar costos, reduciendo tarifas y comisiones aplicadas a la negociación y liquidación de contratos a futuros sobre Bonos y Cetes. Estos apoyos ofrecen a los formadores de mercado reducción de costos de entre 10 y 30 por ciento.

Los títulos en los que tradicionalmente han invertido los residentes en el extranjero son, en primer lugar, los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal con tasa de interés fija (Bonos), en segundo, los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) y en tercero, los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en unidades de inversión (Udibonos). Recientemente, sin embargo, estas preferencias cambiaron.

GRÁFICA 19

*Valores gubernamentales en tenencia de extranjeros: 2006-2014\**



\* Cifras al primer trimestre de 2014.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

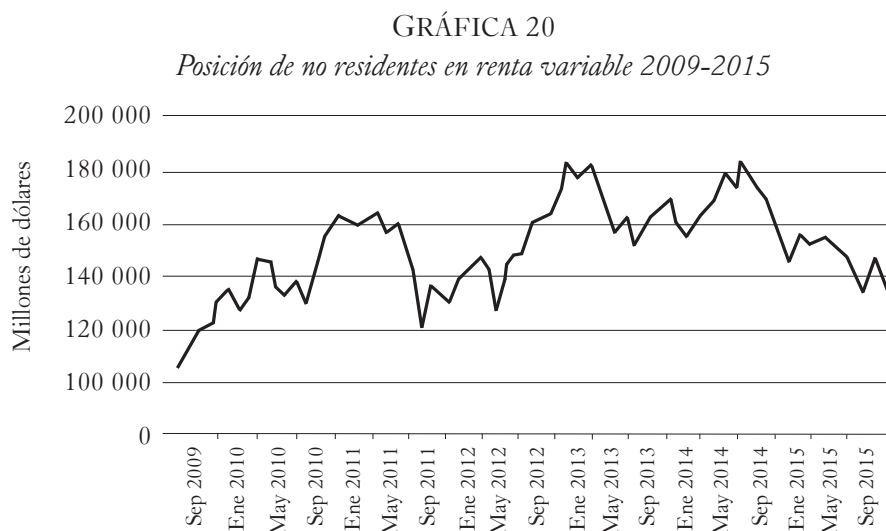
En la Gráfica 19 se aprecia que en diciembre de 2006, 91.2% de los instrumentos adquiridos por los no residentes eran Bonos, 5% eran Cetes y sólo 3.5% correspondía a Udibonos. Al cierre de 2013, los Bonos bajaron a su mínimo nivel de 62% y los Cetes subieron a 33.1%, con 4.8% en Udibonos. Posteriormente, a finales de 2015 las tendencias muestran cambios relevantes en las preferencias de los inversionistas al caer la tenencia de Cetes a 19.5% del total y subir la de los Bonos hasta 75.1% y los Udibonos a una proporción de

5.2%. Estos cambios responden a las modificaciones en las expectativas de los inversionistas ante los movimientos de normalización de la política monetaria del FED. Esta estructura de vencimiento de largo plazo se fortaleció en los últimos meses de 2014, cuando la demanda se concentró en emisiones de 3 a 10 años, esto obedece a la necesidad de los inversionistas especulativos de tener un refugio relativamente seguro durante el periodo de transición hacia normalización de la política monetaria de Estados Unidos. México se ha convertido en tal refugio de capitales al ofrecer rendimientos mejores que los prevalecientes en otras naciones. Fundamentalmente este cambio es impulsado por la demanda de los no residentes en México que buscan rendimientos más altos que en sus países de origen. Por ejemplo, la tasa de interés del bono mexicano a 10 años cerró 2014 con un rendimiento de 5.32%, muy superior al 1.8% del bono equivalente en Estados Unidos o al 0.36% que ofrecían los bonos gubernamentales alemanes, o al 1.37% que pagaban los bonos españoles.

Por el contrario, la inversión extranjera en el mercado accionario mexicano perdió presencia debido al entorno internacional y las inciertas perspectivas de recuperación de la economía de Estados Unidos. La característica que sobresale de los flujos de acarreo es su preferencia de renta variable hacia renta fija en instrumentos gubernamentales de mediano y corto plazo. La inversión en renta variable se redujo en 2014 de 168 242.7 MD a 153 096.6 MD, una disminución de 9%. Simultáneamente, los valores gubernamentales de corto y mediano plazo en posesión de no residentes se elevaron de 1.8 a 2.1 biP, un aumento de 15.77%. Este tipo de inversión está constituida por los ADR,<sup>5</sup> el fondo neutro, la libre suscripción y los warrants (títulos opcionales). Según cifras del *Anuario Bursátil* de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), a octubre de 2008 la inversión extranjera

<sup>5</sup> Los American Depositary Receipt (ADR) representan las acciones de una compañía estadounidense. Sus operaciones son custodias por un banco local en Estados Unidos y su uso permite a los inversionistas estadounidenses comprar acciones en México con derecho a los dividendos y ganancias sobre el capital. Lamentablemente, la BMV ha dejado de emitir información que evalúe el comportamiento de los ADR. El argumento es que los datos dejaron de publicarse porque la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) dejó de permitir la publicación, hecho que evidencia la falta de transparencia, sobre todo en una época en la que los capitales foráneos ponen en jaque a las economías en desarrollo.

en el mercado de capitales fue de 79 543 millones de dólares, conformados por 46 000 millones de dólares de los ADR, que representaron 60% de las operaciones de la inversión extranjera en el mercado de capitales, 31 147 millones de dólares de los instrumentos de libre suscripción, 2 377 millones de dólares del fondo neutro y 0.26 millones de dólares en warrants.



Fuente: Banco de México, Balanza de Pagos, consulta: 8 de enero de 2016.

Hasta inicios de la GR la tendencia de la inversión extranjera en el mercado de capitales era de rápido crecimiento al pasar de 44.5 MMD en 2002 a 154.2 MMD en 2006. A partir de entonces se da prácticamente un desplome de este tipo de inversión que para junio de 2009 toca piso en 105 MMD, que con gran irregularidad crece hasta su máximo nivel de 181 MMD en enero de 2013, para luego experimentar una ligera pero sostenida tendencia a la baja que para diciembre de 2015 se encontraba en 134 MMD, como se aprecia en la Gráfica 20.

## **El blindaje financiero en México: ¿una fortaleza?**

Para los países emergentes las reservas internacionales de divisas oficiales constituyen un activo nacional a la vez que pueden ser un instrumento de política monetaria y cambiaria. Hace años las reservas servían para administrar el tipo de cambio que resultaba de las transacciones de oferta y demanda en la cuenta corriente, pero esta lógica ha cambiado a la administración del tipo de cambio resultante de las transacciones de oferta y demanda provenientes de la cuenta de capitales. Se manifiesta así la preponderancia de la globalización financiera sobre la comercial.

En estas nuevas condiciones, una gestión eficiente de las reservas dependerá de la planeación de objetivos claros que definen las autoridades monetarias y de las opciones de política económica para hacer el mejor uso de estos recursos, lo que incluye una delegación extensiva, fuertes sistemas de control, información amplia, abierta y transparente, y sobre todo una evaluación realista de las contradicciones que se deben enfrentar cuando se acumulan reservas en lugar de utilizar esos recursos para resolver deficiencias económicas o sociales que afectan a la población. Si la gestión resulta adecuada se reforzará el respeto y la confianza que inspira en el público la política pública y los que la deciden; por tanto, se contribuirá a una buena gestión macroeconómica. Sin embargo, si el manejo de las reservas resulta inadecuado se pondrá en juego no sólo una cantidad importante de dinero, sino también la credibilidad de las autoridades y de la política económica nacional (Nugée, 2004).

Cuando las autoridades monetarias deciden establecer una política estratégica de reservas deben, en primer lugar, vislumbrar correctamente los motivos que las obligan a mantener reservas en divisas, y sólo posteriormente se podrá discutir el tamaño óptimo a acumular, su financiación y su inversión. Existen al menos seis razones principales para acumular reservas (Nugée, 2004):

1. Como respaldo formal de la moneda local.
2. Como instrumento para administrar el tipo de cambio o la política monetaria (los países pueden elegir el uso de los mercados de divisas para afectar la política monetaria interna, mediante el suministro de moneda local o bien su compra en el mercado de moneda extranjera).



3. Para proveer fondos para el servicio de los pasivos en moneda extranjera y las obligaciones de la deuda.
4. Como fuente de fondos para pagar por los gastos del gobierno.
5. Como instrumento de defensa contra emergencias o desastres.
6. Como fondos de inversión, principalmente para obtener ganancias financieras.

Identificar la razón por la cual se desea tener reservas constituye el factor central en la planeación sobre la manera para manejar y decidir cómo serán invertidas, considerando siempre la trilogía clásica de seguridad, liquidez y rendimiento. Después de definir los objetivos se debe establecer claramente la forma de financiar las reservas, es decir, por qué medio serán adquiridas. Existen tres maneras para financiar las reservas: el primer método consiste en efectuar formalmente un empréstito en divisas mediante una emisión de bonos nacionales o internacionales; el segundo en obtener un préstamo swap de divisas; y el tercero en la compra directa en el mercado cambiario, la autoridad compra dólares directamente del mercado a cambio de moneda local. Según Nugée (2004), la relevancia del análisis del financiamiento de las reservas reside en que permite a las autoridades calcular, con exactitud, el costo de tener y mantener reservas. Si las reservas son tratadas simplemente como un activo de cartera, sin considerar su financiamiento o las obligaciones correspondientes, la acumulación de reservas se toma como una ganancia neta. Pero si se aborda la cuestión de cómo financiar las reservas, el resultado financiero neto de mantener reservas puede representar una pérdida para el país (Nugée, 2004; Rodrik, 2006).

El punto de partida en la gestión estratégica de las reservas internacionales mexicanas es reconocer que México no se ha sumado a la lista de economías preocupadas por los efectos que tienen los flujos de capital transfronterizo de corto plazo. Las autoridades mexicanas se niegan a gestionar el tipo de cambio y defienden la política de flexibilidad cambiaria, como ya se explicó en páginas anteriores. Su argumento es que se ha recurrido a una política preventiva de acumulación de reservas reforzada con una línea de crédito flexible (LCF) contratada con el FMI para disponer de la liquidez internacional necesaria en caso de un cambio de preferencias de los inversionistas. La opción escogida es la de estar preparados para hacer frente a las turbulencias de choques externos que puedan ocurrir, como puede ser la salida súbita de estos capitales. El uso de políticas de control de los flujos de capital no es una opción para las autoridades mexicanas.

La estrategia de blindar a la economía mexicana inició en abril de 2009, cuando el Banco de México solicitó al FMI la aprobación de una Línea de Crédito Flexible (LCF), por la cantidad de 31 528 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG), lo que correspondió aproximadamente a 47 000 millones de dólares (1000% de la cuota de México en el FMI), por un periodo de 12 meses. La Comisión de Cambios, integrada por el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, decidió solicitar tal financiamiento como una de las medidas para atenuar el efecto adverso que la crisis económica y financiera global pudiera tener sobre el empleo, el crecimiento y la estabilidad (Comisión de Cambios, 2009). En marzo de 2010 se renovó nuevamente la LCF con el FMI por un plazo adicional de 12 meses, aun cuando no hubo necesidad de usar los recursos disponibles.

Sin embargo, se consideró que la LCF cumplió con el objetivo de generar confianza en los mercados financieros y con los agentes económicos respecto de los fundamentales de la economía mexicana (Comisión de Cambios, 2010 a, b, c). Consecuentemente, en enero de 2011 se aprobó una vez más la LCF pero esta vez con vigencia a dos años y por la cantidad de 72 000 millones de dólares (1500% de la cuota). Estos cambios obedecieron al mayor clima de incertidumbre presente en la actividad económica internacional (Comisión de Cambios, 2011). No se podía, en ese momento, poner oídos sordos al proceso de apreciación del peso causada por la entrada de flujos golondrinos especulativos. Nuevamente, el 5 de noviembre de 2012 fue renovada con pleno acuerdo por parte de la administración federal entrante de Enrique Peña Nieto la LCF con vigencia a dos años, por la cantidad de 73 000 millones de dólares.

Esta línea de blindaje provee la acumulación de reservas internacionales principalmente por la compra de dólares a Petróleos Mexicanos (Pemex). Los dólares que se obtienen por las exportaciones petroleras no pasan al mercado cambiario, sino que son depositados en el Banco de México. Esta forma de acumulación de reservas internacionales se formaliza a partir de la crisis de 1994-1995, cuando Banxico orienta la política de reservas hacia la atenuación de la vulnerabilidad del país ante choques externos (Banxico, 2011a; Flores, 2010). Este mecanismo de acumulación de reservas internacionales se reactivó en febrero de 2010 cuando la Comisión de Cambios anunció que se subastarían mensualmente opciones que dieran el derecho a los agentes económicos a vender

dólares al Banco de México. El propósito era mejorar el perfil crediticio del país (Comisión de Cambios, 2010 a, b).

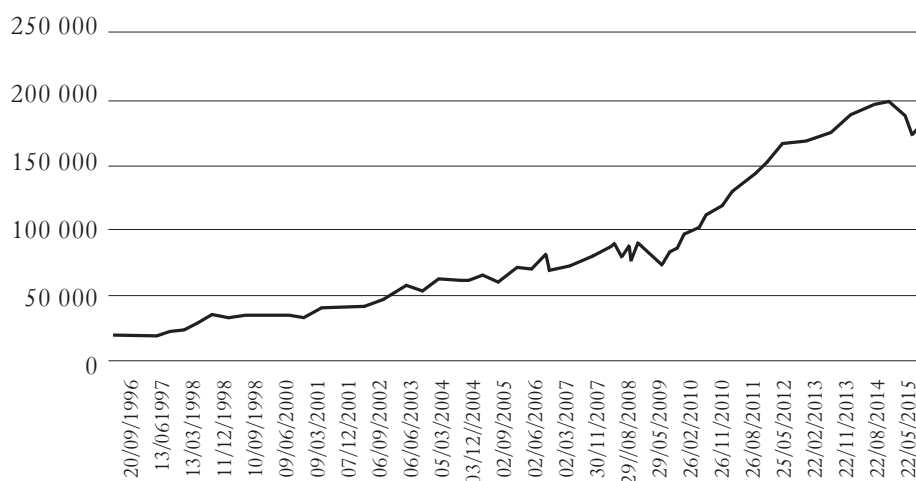
Adicionalmente, la acumulación de reservas se ha apoyado en subastas de opciones, el último día hábil de cada mes, para vender dólares al Banco de México (Comisión de Cambios, 2010 a, b). Se subastan derechos de venta de dólares al Banco entre las instituciones de crédito del país, mediante el pago de una prima. El monto de la subasta ascendía a 600 millones de dólares por mes y los tenedores de los derechos podían vender sus dólares al Banxico al tipo de cambio interbancario de referencia (FIX) determinado el día hábil inmediato anterior, durante el plazo de vigencia de ejercicio (Comisión de Cambios-Circular 8/2010 b). La consolidación de este procedimiento facilitó que la liquidez en reservas internacionales haya aumentado en 34% entre diciembre de 2009 y junio de 2011 luego de crecer apenas 5% a lo largo de 2009.

En el *Informe Anual* de 2010 del Banxico se reafirma la permanencia de esta estrategia de la autoridad monetaria para prevenir cualquier choque externo. El argumento se sustenta en que:

[...] la economía mexicana en gran medida se ha mantenido aislada de los episodios de volatilidad que se observaron en los mercados financieros internacionales, debido al fortalecimiento que resultó de la postura macroeconómica, a partir de un esfuerzo que se sustentó en tres pilares: 1) un significativo ajuste en las finanzas públicas; 2) una política monetaria prudente y congruente con el objetivo de inflación, y 3) las diversas medidas adoptadas por las autoridades financieras (entre éstas, incrementar el ritmo de acumulación de reservas y la contratación de la LCF con el FMI) para mitigar los efectos adversos en el caso de que se presentase una reversión en los flujos de capital (Banxico, 2011a:68).

Como puede apreciarse, las autoridades mexicanas han recurrido a la primera y tercera opciones planteadas por Nugée para acumular reservas. Sin embargo, el uso de la tercera opción ha sido bastante creativo y facilitado por la función que desempeña Pemex en la economía mexicana.

GRÁFICA 21  
Reservas internacionales, 1996-2015



Esta política de acumulación de reservas internacionales lleva a que los activos de reservas oficiales presenten un acelerado ritmo de crecimiento desde inicios de agosto de 2009 y finales de 2014, al pasar de 72 598 MD a 196 010 MD, su máximo nivel. Estas reservas al complementarse con la LCF significan que el blindaje financiero con el que se confió hacer frente a las turbulencias posibles a causa de flujos internacionales se aproximaba a los 270 MMD a inicios de 2015. Estos montos de reservas permitieron a las autoridades mexicanas afirmar que la economía nacional se encontraba preparada para responder con la liquidez necesaria para mitigar el choque externo que pudiera provocar una súbita fuga de capitales. Por tanto, si la economía mexicana sufriera una sequía inesperada de liquidez o los inversionistas extranjeros decidieran vender todo el papel que tienen, el monto del blindaje puede hacer frente y cubrir dicha salida de dinero (Sandoval, 2011). El dilema con esta línea de acción es que tiene costos que son poco transparentes y sobre los cuales poca referencia se hace. El propósito del siguiente inciso es estimar este costo, al menos, en términos aproximados. Para calcular el costo de acumular tal nivel de reservas se ha recurrido a estimar los costos financiero y de oportunidad.

## El costo del blindaje

No cabe duda que durante los años de este siglo en México, pero en general en los mercados emergentes, la acumulación de reservas es una consecuencia del proceso de globalización financiera que incentiva las actividades de acarreo de divisas. Esta acumulación de liquidez constituye un mecanismo de defensa contra choques externos causados por una reversión repentina de los flujos de capital, es decir, del endeudamiento de corto plazo en que se cae por la entrada de capitales especulativos. El hecho probado es que la acumulación de reservas ha crecido por arriba de la regla tradicional que impone la balanza comercial de mantener activos líquidos equivalentes a entre tres y cuatro meses de importaciones para colocarse en niveles que equivalen a ocho meses de importaciones (Rodrik, 2006). Aún más, en congruencia con las nuevas condiciones impuestas por la cuenta de capitales, la regla Guidotte-Greenspan postula que las reservas deben igualar el monto de los pasivos con duración no mayor a un año.

En este contexto es que Rodrik argumenta la existencia de un costo social de oportunidad que tiene el capital público y que debe ser el que se considera al examinar el costo que puede tener la política de blindaje de una economía por medio de la acumulación de activos líquidos en la forma de reservas. Con una serie de condicionantes y advertencias respecto del cálculo de los rendimientos y del costo en que se incurre por esta acumulación de reservas, Rodrik estima que el costo de mantener reservas excesivas en los países emergentes y en desarrollo se incrementó rápidamente en el decenio que va de 1995 a 2004 al pasar de 0.002% a casi 1% del producto interno bruto (2006:9).

En general hay una aceptación de que existen al menos cuatro tipos de costos en la acumulación de reservas: el de oportunidad, el financiero o de esterilización, el de balance y, por último, el costo por falta de incentivos (Flores, 2010; Banxico, 2010; Cruz, 2006). Así, el costo de acumular reservas o de crear un blindaje contra choques cambiarios tiene cuatro posibilidades:

1. El costo de oportunidad surge cuando las reservas son acumuladas de forma rápida y se efectúa el análisis del rendimiento más productivo del uso alternativo del capital usado, por lo cual a este costo se le entiende como la diferencia entre lo que la reserva pudo haber ganado y lo que en realidad gana. Según el Banco de México (2010), este costo es difícil de estimar, por

- lo que en los países en desarrollo se aproxima con la tasa de deuda externa gubernamental.
2. El costo financiero o de esterilización, se produce cuando los bancos centrales retiran de la circulación los excesos de liquidez producida por la entrada de flujos de divisas extranjeras, para evitar que la inflación se convierta en un problema. El método para calcularlo depende de las variaciones del tipo de cambio y el diferencial entre el rendimiento del activo y el costo de los pasivos. Si la tasa de interés local es mayor a la tasa a la que se invierten las reservas, el costo es evidente.
  3. El costo de balance ocurre al aumentar las reservas bajo un tipo de cambio flexible. Cuando la moneda nacional se aprecia el valor de las reservas en moneda nacional será menor, creando un problema en el estado de cuenta del banco central.
  4. El costo por falta de incentivos se da cuando reservas robustas crean un falso sentimiento de solución definitiva a problemas económicos del país debido a que se posponen reformas cruciales para incrementar la competitividad y el bienestar social.

Para calcular el costo de acumular tal nivel de reservas en México hemos recurrido a estimar los costos financieros y de oportunidad de acuerdo con el marco de referencia que se presenta en los cuadros 7 y 8. El costo financiero se toma como el diferencial entre el rendimiento de los activos, en este caso las reservas internacionales brutas y el costo de los pasivos representados por la base monetaria y por depósitos de regulación monetaria, como se presenta en el Cuadro 7. Por su parte, el costo de oportunidad se toma como el diferencial entre el rendimiento de los activos y el costo de la deuda externa del gobierno federal, como se presenta en el Cuadro 8. Para elaborar el análisis de los costos se deben tener niveles apropiados de rendimiento. Según datos del Banco de México (2010b), los activos de reserva internacional proporcionaron un rendimiento de 0.9% en 2009, mientras que los pasivos tuvieron un rendimiento de 5.45 por ciento.

**CUADRO 7**  
*Costo financiero de la acumulación de reservas internacionales*  
*(millones de dólares)*

	Activos			Pasivos			Costo financiero: diferencial entre el rendimiento del activo y el costo de los pasivos %, PIB				
	Reserva internacional bruta [mdd]	Rendimiento Tasa, % <sup>1</sup>	MillID	Bonos y depósitos de regulación monetaria <sup>2</sup> [mdd]	Rendimiento Tasa, % <sup>3</sup>	MillID		Base monetaria [mdd]	Rendimiento Tasa, % <sup>3</sup>		
Dic 2008	95 302	2.00	1 910	219 830	7.82	17 180	41 753	0.0	0	-15 270	1.72
Dic 2009	99 893	0.96	956	264 385	5.62	14 861	48 373	0.0	0	-13 905	1.50
Dic 2010	120 587	0.70	847	305 433	4.59	14 030	56 149	0.0	0	-13 182	1.23
Dic 2011	149 209	0.45	674	324 814	4.48	14 549	54 740	0.0	0	-13 875	1.33
Dic 2012	167 050	0.28	462	397 509	4.49	17 845	65 250	0.0	0	-17 383	1.44
Dic 2013	180 200	0.31	554	448 272	3.98	17 860	70 151	0.0	0	-17 306	1.40
Dic 2014	195 682	0.49	960	438 748	3.22	14 139	72 103	0.0	0	-13 178	1.14

<sup>1</sup> Tasa de rendimiento a la cual se invierten las reservas internacionales (Tasa promedio anual de Bonos del Tesoro a 2 años de Estados Unidos).

<sup>2</sup> Se hace referencia al total de Valores Gubernamentales y Valores IPAB en circulación.

<sup>3</sup> Tasa de Referencia (Tasa de Fondo Bancario promedio anual). Tasa representativa de las operaciones de mayoreo realizadas por la banca y casas de bolsa sobre las operaciones en directo y en reporto a plazo de un día con certificados de depósito, pagarés bancarios y aceptaciones bancarias que hayan sido liquidadas en el sistema de entrega contra pago del Indeval.

Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México.

A simple vista se vislumbra un marcado diferencial entre las tasas de rendimiento de los activos y la de los pasivos, sin embargo, este diferencial se reduce a lo largo del tiempo al pasar de 581 puntos base en 2008 a 273 puntos base en 2014. Se aprecia un extraordinario descenso en la tasa de descuento de los instrumentos de primer orden, en los que son invertidas las reservas internacionales, como lo son los bonos del tesoro (Treasury Bills) del gobierno de los Estados Unidos. En contraste, los pasivos muestran un rendimiento que también cae pero que se mantiene relativamente alto al pasar de 7.82% a 3.22% entre 2008 y 2014.

CUADRO 8  
*Costo de oportunidad de la tenencia de reservas internacionales*  
(millones de dólares)

Unidad	Activos			Pasivos			Costo de oportunidad diferencial entre su rendimiento y el costo de la deuda externa bruta del sector público	
	Reserva internacional bruta [mdd]	Rendimiento Tasa, % <sup>1</sup>	[mdd]	Deuda externa bruta del sector público [mdd]	Rendimiento Tasa, % <sup>2</sup>	[mdd]	[mdd]	%, PIB
Dic 2008	95 302	2.00	1 910	56 939	6.90	3 929	-2 019	-0.23
Dic 2009	99 893	0.96	956	96 354	5.09	4 904	-3 949	-0.43
Dic 2010	120 587	0.70	847	110 428	4.13	4 561	-3 714	-0.35
Dic 2011	149 209	0.45	674	116 420	5.59	6 508	-5 834	-0.56
Dic 2012	167 050	0.28	462	125 726	3.62	4 551	-4 089	-0.34
Dic 2013	180 200	0.31	554	134 436	2.60	3 493	-2 939	-0.24
Dic 2014	195 682	0.49	960	147 666	3.26	4 814	-3 854	-0.33

<sup>1</sup> Tasa de rendimiento a la cual se invierten las reservas internacionales (Bonos del Tesoro a 2 años).

<sup>2</sup> Tasa de interés fija de las colocaciones del gobierno federal en los mercados internacionales de capital.

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Es evidente que las autoridades mexicanas han pagado un rendimiento mayor por financiar las reservas que el rendimiento que obtienen por éstas. En esta lógica se encuentra que el costo financiero de acumular reservas pasó de 13 905 MD en 2009 a 17 383 MD al cierre de 2012, un incremento de 25%. Finalmente, este costo disminuye a 13 178 MD en 2014, lo cual corresponde



al menor dinamismo con el que se acumulan reservas en los últimos años. Esta reducción se manifiesta igualmente en la caída como proporción del PIB que baja de 1.72% a 1.14% entre 2008 y 2014.

El monto del costo de oportunidad es menos elevado, como se aprecia en el Cuadro 8, debido a la menor magnitud de la deuda bruta del sector público que la deuda interna en que se incurrió con propósitos de regulación monetaria. Así, el costo anual aumentó de 2 019 MD en 2008 a 4 089 MD en 2012 pero se redujo en los dos años posteriores. El costo de oportunidad también ha crecido paulatinamente durante estos años, aunque en montos absolutos es mucho menor que el costo financiero, lo cual se refleja en el hecho de que como porcentaje del PIB ronda anualmente alrededor de medio punto porcentual.

CUADRO 9  
*Costo de reservas internacionales /PIB*

	Financiero (%)	Oportunidad (%)	LCF (%)	Total (%)
2008	1.72	0.23		1.95
2009	1.50	0.43	0.12	2.05
2010	1.23	0.35	0.10	1.68
2011	1.33	0.56	0.10	1.99
2012	1.44	0.34	0.09	1.87
2013	1.40	0.24	0.09	1.73
2014	1.14	0.33	0.09	1.56
Promedio	1.39	0.35	0.10	1.83

A estos costos, financiero y de oportunidad, debe agregar, además, el costo por la contratación de la LCF, la cual tiene una prima anual de 1 080 millones de dólares que equivale, en promedio, aproximadamente a 0.10% del PIB anual. Con esta lógica de cálculo hemos estimado que México tuvo en 2008 un costo total por la acumulación de reservas internacionales de 18 369 MD que creció hasta 21 325 MD para 2013 y se redujo a 18 112 MD en 2014. Como se aprecia en el Cuadro 9, en 2009 este costo correspondió a 2.03% del PIB que se redujo a 1.56% en 2014. Para todo el periodo de 2008 a 2014 el costo promedio anual fue de 1.83% del PIB. Este costo equivale a 102% del ingreso proveniente de

las remesas de los residentes en el extranjero y 28% de lo que ingresó como inversión de cartera total.

Al igual que Rodrik, consideramos que este nivel de costos es muy alto desde cualquier estándar de medida que se use, ya que es equivalente al supuesto beneficio que se tendría de la puesta en práctica de las propuestas de la Ronda de Doha, según lo plantean Anderson y Martin (2005). Más grave es que este monto es muy superior a cualquiera de los programas antipobreza que se hayan realizado en países en desarrollo. Por ejemplo, el programa Progresá en México apenas tuvo un costo aproximado del 0.002% del PIB en 2001, su último año de funcionamiento, y el Programa de Desarrollo Humano Oportunidades que lo reemplazó tuvo un costo aproximado de 0.0042% del PIB de 2010. En 2012 el blindaje financiero por acumulación de reservas internacionales equivale a 9 veces el presupuesto del programa Oportunidades y, por si fuera poco, equivale a 3.6 veces el presupuesto asignado a la Secretaría de Desarrollo Social, que tiene a su cargo dicho programa y las tareas de la lucha contra la pobreza. Estamos totalmente de acuerdo con Rodrik al concluir que: “Las naciones en desarrollo están pagando un precio muy alto para respetar las reglas de la globalización financiera” (2006:9).

Lo más grave de este asunto es la falta de evidencia sobre los supuestos beneficios de este endeudamiento de corto plazo. Se supone que éste debe inducir a una mejor intermediación financiera, a promover mayor inversión local y a mayores oportunidades de riesgo compartido, pero esto no parece ocurrir si se considera el bajo nivel de crédito que en México se otorga a la actividad productiva. En consecuencia, no parece tener sentido una política de acumulación de mayores niveles de activos líquidos con el propósito de enfrentar la acumulación de pasivos líquidos de corto plazo cuyo beneficio no es del todo evidente. Una política más apropiada y mucho menos costosa sería la de optar por una reducción de la exposición a deuda de corto plazo, tal y como el propio FMI finalmente aceptó que es una opción válida.



## Conclusiones

La evidencia es inequívoca en apuntar a que la crisis global originada por los excesos del sector hipotecario de Estados Unidos lleva a prácticas de política económica nacionales incongruentes con los requerimientos para la estabilidad global y de gran detrimento para la economía de Estados Unidos. Según el FMI la pobreza en ese país sigue al alza con una distribución de la renta y de la riqueza polarizadas cuando el factor trabajo recibe ingresos 5% por debajo de hace 15 años. El alto desempleo y el bajo nivel de la demanda agregada en los países industriales lleva a una flexibilización de sus políticas monetarias impensable en condiciones normales pero hechas realidad en las condiciones de penuria que se viven desde 2010. El resultado de estas políticas de laxitud monetaria es el establecimiento de un ambiente de volatilidad de los tipos de cambio por el acarreo de divisas que se propaga entre países industriales y países en desarrollo y que lleva a una condición de confrontación por una “guerra de divisas”, aunque ésta sea silenciosa y se niegue su existencia. Lo que ha evitado una guerra abierta y ha dado oportunidad de reducir las tensiones es el reconocimiento por parte del FMI de que en las condiciones actuales de la economía global algunas prácticas de administración del tipo de cambio son aceptables y positivas para la estabilidad de los mercados emergentes. Así, a finales de 2012, esta institución cambia su “posición institucional” de absoluta libertad al flujo transfronterizo de capitales y reconoce la facultad de los países a restringir su entrada irrestricta aunque desde condiciones algo restrictivas.

Si bien México es uno de los países más afectados por este acarreo de divisas y por el efecto que ello tiene en precipitar mayor volatilidad a la divisa nacional, nuestras autoridades han descartado totalmente el uso de políticas de administración cambiaria, como lo han hecho un buen número de autoridades monetarias de mercados emergentes. Las autoridades mexicanas a partir de la presidencia del Banco de México han defendido que la volatilidad del peso responde a turbulencias que vienen del exterior, “las crisis vienen de afuera”, mismas que afectan al mundo entero, y que según ellas no tiene que ver con el desempeño de la economía nacional. De hecho se argumenta la existencia de una sobre-reacción de los mercados por aumento en la percepción de mayor riesgo mundial pero principalmente debido a que los mercados no han atendido a los fundamentales de la economía mexicana. Se llegó a argumentar que cuando los tomen en consideración el peso se estabilizará. No se recuerda que Williamson afirmó que “bajo condiciones normales los mercados no tienen una opinión muy definida sobre la tasa de equilibrio; más aún, se interesan muy poco por dicho concepto” (1993:191). Por el contrario, existe en la literatura un reconocimiento ampliamente aceptado, particularmente en los últimos tiempos, de que los flujos de acarreo de divisas no están relacionados con los fundamentales, si es que alguna vez lo estuvieron. Gabriela Siller afirma correctamente que el comportamiento del peso no tiene que ver con el petróleo o con incrementos en la aversión al riesgo, su comportamiento sólo es resultado de posturas especulativas.

En realidad, lo ocurrido es que el Banco de México, bajo la dirección del doctor Agustín Carstens, ha convertido al peso en una moneda de cobertura; es decir, una moneda óptima para la especulación cambiaria cuando convirtió a México en prácticamente el único país de puertas abiertas de par en par a los flujos de capital por medio del infausto acarreo de divisas. En esta lógica, la observación del doctor Carstens de que “los mercados emergentes deben estar listos para una crisis potencialmente severa [...] el ajuste podría ser violento y las autoridades deben estar listas para ello”, contrasta con la posición expresada en abril de 2015 en relación con los ajustes en la tenencia de valores por parte de extranjeros que presionan al tipo de cambio al afirmar: “Hay que tener en mente que esto es un fenómeno transitorio; que sí puede haber un ajuste de portafolios, pero lo más importante es que va a llevar a un escenario de un crecimiento más consolidado, más fuerte en Estados Unidos, y que eso va a ser favorable para México” (Ojeda, 2015:5).

Parecería, entonces, que los señores Carstens, Luis Videgaray y muchos otros analistas tienen razón al argumentar que el peso está subvaluado debido a que los mercados han sobrerreaccionado. Sin embargo, este parece un extraño entendimiento del funcionamiento del mercado cambiario cuando ya en la década de 1970 el profesor Dornbusch (1976) nos enseñaba que en el corto plazo el mercado cambiario siempre sobrerreacciona. No hay duda, sin embargo, que estos capitales especulativos nunca han tomado en consideración los fundamentales de una economía, especialmente cuando una moneda se convierte en moneda de cobertura, como en los últimos años ha ocurrido con el peso mexicano, al volverse un instrumento del acarreo de divisas y de la especulación cambiaria. Clarísimo ejemplo de esta situación es la escalada especulativa del jueves 21 de enero de 2016, cuando se dio “la transacción de un ‘cliente extranjero’ lo suficientemente grande para mover al mercado” (González, 2016).

Esta situación del peso es consecuencia del fundamentalismo de mercado con el que se maneja la economía mexicana desde la década de 1980, que va en total congruencia con la posición del FMI de que los países deben recurrir a las políticas de administración cambiaria más para adecuar sus economías a recibir estos capitales que a impedir su entrada. Esta actitud oficial también se debe al limitado efecto que la apreciación del peso mexicano ha tenido en la dinámica exportadora. Igualmente, hay que recordar el análisis de Gallagher (2011c) sobre los limitantes que imponen los acuerdos regionales de libre comercio e inversiones para hacer uso de este tipo de restricciones a los flujos internacionales de capital, particularmente sancionado en el TLCAN. Ello contribuye a entender la posible posición de México de no aplicar políticas de control al capital transfronterizo. Mientras otros países en desarrollo han reaccionado, la economía mexicana se ha visto limitada a este respecto, ya que sólo se ha restringido a la intervención en el mercado cambiario para suavizar la apreciación del peso, con la garantía de que la economía nacional está blindada ante choques externos por el alto monto de sus reservas, como repetidamente lo manifiestan las autoridades responsables de la política monetaria.

La opción de política pública de las autoridades mexicanas ha sido establecer condiciones que permitan mitigar los efectos negativos que puedan ocurrir por una eventual salida súbita de los capitales especulativos que se han estacionado en el país. En el centro de estas condiciones está la acumulación de reservas internacionales y una línea de crédito otorgada por el FMI que han dado como

resultado la existencia de un fondo de respuesta a cualquier eventualidad que ronda los 270 mil millones de dólares.

Lo que no es muy claro es cuál ha sido el beneficio de la entrada y permanencia de estos capitales de corto plazo para la economía mexicana. Más claro es que esta política de acumulación de reservas tiene un costo para los mexicanos que en promedio anual, de 2009 a 2014, equivale a 2% del PIB de cada uno de esos años. Bajo cualquier estándar de medida éste parece un costo muy elevado para satisfacer las exigencias de apertura de la globalización que tiene como beneficiarios a los inversionistas de corto plazo. Parafraseando el planteamiento de Rodrik, reiteramos que México está pagando un precio muy alto para jugar las reglas impuestas por la globalización financiera.

## Bibliografía

- Abarca, Gustavo, Claudia Ramírez, José Gonzalo Rangel (2012). “Capital controls and Exchange rate expectations in emerging markets”, Banco de México, Documentos de Investigación, núm. 2012-08, México, septiembre.
- Aizenman, Joshua, Mahir Binici, Michael M. Hutchinson (2014). “The transmission of Federal Reserve tapering news to emerging financial markets”, National Bureau of Economic Research Working, Paper núm. 19980, marzo.
- Akerlof, George (1970). “The market for lemons: Quality, uncertainty and the market mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, agosto, pp. 488-500.
- Alfaro, Laura, Anasha Chari y Fabio Kancczuk (2014). “The real effect of capital controls: Financial constraints, exporters, and firm investment”, National Bureau of Economic Research Working, Paper núm. 20776, diciembre.
- Aizenman, Joshua, Mahir Banici y Michael M. Hutchinson (2014). “Transmission of Federal Reserve Tapering to Emerging Financial Markets”, NBER Working Paper núm, 19980, Washington, DC.
- Anderson, Kym y Will Martin (2005). *Agricultural Trade Reform and the Doha Development Agenda*, World Bank, Washington, DC.
- Arnott, R., B. Greenwald y J. Stiglitz (1993). “Information and economic efficiency”, NBER Working Paper núm. 4533, noviembre.
- Arrow, K. y G. Debreu (1954). “Existence of an equilibrium for a competitive economy”, *Econometrica*, (22), pp. 256-290.
- Banco de Chile (2006-2011). “Comunicados de política monetaria”, comunicados mensuales, diciembre de 2006 a mayo de 2011.
- Banco de México/SHCP (2010). “El Fondo Monetario Internacional renovó formalmente la línea de crédito flexible que tiene México”. Anuncio de la Comisión de Cambios, Comunicado de Prensa, México, 25 de marzo.



- Banco de México/SHCP (2011). “El director ejecutivo del FMI aprobó hoy la línea de crédito flexible de alrededor de 72 mil millones de dólares para México por dos años”. Anuncio de la Comisión de Cambios, Comunicado de Prensa, México, 10 de enero.
- (2011). “La Comisión de Cambios anuncia que se subastarán mensualmente opciones para vender al Banco de México”. Anuncio de la Comisión de Cambios, Comunicado de Prensa, México, 22 de febrero.
- Banco de México (2010a). “Títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal, el IPAB y el Banco de México”, Banco de México [<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/instrumentacion-de-la-politica-monetaria/%7B29FD353D-154<sup>a</sup>-531F-8E4E-1FCE4057308B%7D.pdf>].
- (2010b). *Manejo de reservas internacionales y mercado cambiario*. Banco de México, 8 de junio.
- (2010c). *Reporte sobre el sistema financiero-junio de 2010*. Banco de México, noviembre.
- (2011). *Reservas internacionales y régimen cambiario* (revisado en línea).
- (2011a). *Informe Anual 2010*. Banco de México, abril.
- (2011b). Información solicitada a Banxico, por medio del portal de transparencia-contacto Banxico de su página de internet, mayo.
- (s/f), “Efectos de la política monetaria sobre la economía”, material educativo, política monetaria, Banxico [<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7BC6564A4C-E7F7-50E8-6056-C9062C9D05CC%7D.pdf>].
- Bank for International Settlements (2013). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Exchange Turnover in April 2013: preliminary global results*. Monetary and Economic Department, septiembre.
- (2015). “Currency carry trades in Latin America”, BIS Paper núm. 81, Monetary and Economic Department, abril.
- Becerril, Isabel (2011a). “Tranquiliza Carstens al sector privado”, *El Financiero*, Economía, México, 28 de enero, p 10.
- (2011b). “Teme IP salida de capitales especulativos”, *El Financiero*, 23 de mayo, p. 12.
- (2010). “El país ajeno a la guerra de divisas”, *El Financiero*, 8 de octubre, p. 5.
- Bernanke, Ben S. (2016). “What did you do in the currency war, Daddy?”, enero 5 [<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/01/05-currency-war-daddy>].
- Bergsten, Fred (2015). “The Truth about Currency Manipulation: Congress and the Trans-Pacific Partnership”, *Foreign Affairs*, 18 de enero.
- y Joseph E. Gagnon (2012). “Time to fight back in the currency wars”, *Financial Times*, 4 de septiembre.
- Bhagwati, Jagdish (1982). “Directly unproductive, profit seeking (DUP) activities”, *Journal of Political Economy*, vol. 90, núm. 5, pp. 988-1001.

## BIBLIOGRAFÍA

- Blanchard, Oliver (2016). “Currency wars, coordination, and capital controls”, Peterson Institute of International Economics Working paper 16-9, julio.
- , Gustavo Adler e Irineu de Carvalho Filho (2015). “Can foreign exchange intervention stem exchange rate pressures from global capital flow shocks”, IMF Working Paper WP/15/159, Research Department, Washington DC., julio.
- Blanchard, Oliver, Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh y Marcos Chamon (2015). “Are capital flows expansionary or contractionary? Theory, Policy implications, and some evidence”, IMF Working paper WP/15/226, octubre.
- Bloomberg (2015). “No hay motivo para dejar emergentes si FED sube tasas: Goldman”, *El Financiero*, 5 de noviembre, p. 27.
- (2015a). “Suma más seguidores el peso mexicano a nivel mundial”, *El Financiero*, 13 octubre, p. 13.
- Bloomberg/Ben Bain (2015). “Ven a México como el chivo expiatorio de los emergentes”, *El Financiero*, 16 de diciembre, p. 24.
- Bluedorn, John, Rupa Duttagupta, Jaime Guajardo y Petia Topalova (2013). “Capital flows are fickle: Anytime, Anywhere”, IMF Working Paper WP/13/183, Research Department, agosto.
- Brunnermeier, Markus K. Stefan Nagel y Lasse H. Pedersen (2008), “Carry Trade and Currency Crashes”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 14473, Washington, noviembre.
- Burnside, Craig, Martin S. Eichenbaum y Sergio Rebelo (2011). “Carry Trade and Momentum in Currency Markets”, National Bureau of Economic Research, Working Paper núm. 16942, Washington DC., abril.
- Calvo, Guillermo A. y Carmen M. Reinhart (2000). “Fear of Floating”, National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 7993, noviembre, Washington DC.
- Cámara de Diputados (2006). “Informes Presidenciales-Miguel de la Madrid Hurtado”, Centro de Documentación e Información y Análisis, 2006.
- Camdessus, Michell (1994). “Camdessus examina el futuro del sistema monetario internacional”, *FMI Bulletin*, 6 de junio.
- Cárdenas, Rogelio (2011). “Preocupa a Banxico alzas de precios en productos básicos”, *El Financiero*, Finanzas, lunes 28 de febrero, pp. 6-7.
- Carstens, Agustín G. y Alejandro M. Werner (1999). “El marco de la política monetaria de México bajo un régimen de tipo de cambio flotante”, *Estudios Económicos*, Banco de México, mayo.
- Cerutti, Eugenio, Stijn Claessens y Damien Puy (2015). “Push factors and capital flows to emerging markets: Why knowing your lender matters more than fundamentals”, IMF Working Paper, WP/15/127, Research Department, Washington DC., junio.

- Chávez, Héctor (2011). “Superpeso impacta a cafeticultores”, *El Financiero*, 6 de mayo, p. 17.
- Cheung, Y.L., Y.W. Cheung y A.W. He (2012). “Yen carry trades and stock returns in target currency countries”, *Japan and the World Economy*, 24(3), pp. 174-183.
- Clarida, Richard, Josh Davis y Niels Pedersen (2009). “Currency carry trade regimes: beyond the Fama regression”, National Bureau of Economic Research Working paper núm. 15523, Cambridge, Mass, noviembre.
- Comercio Exterior y Logística (2010), “Riesgo de distorsión de la competitividad”, Consejo Empresarial Mexicano de Comercio Exterior, Inversión y Tecnología (Comce), año 2, núm. 22, noviembre México [[http://www.myvirtualpaper.com/doc/COMCE/revista\\_noviembre2010/2010111601/9.html#0](http://www.myvirtualpaper.com/doc/COMCE/revista_noviembre2010/2010111601/9.html#0)].
- Comisión de Cambios (2009). “Blindaje financiero a favor del empleo”, Comunicado de Prensa, Banco de México/SHCP, México, 1 de abril.
- (2009). “El crecimiento y la estabilidad”. Anuncio de la Comisión de Cambios, Comunicado de Prensa, Banxico/SHCP, México, 1 de abril.
- (2010a). “La Comisión de Cambios Anuncia que se subastarán mensualmente opciones para vender dólares al Banco de México”, Comunicado de Prensa, Banxico/SHCP, 22 de febrero.
- (2010b). Circular 8/2010 (asunto: Subastas para la celebración de opciones de venta de dólares de los Estados Unidos), México, 23 de febrero.
- (2010c). “El Fondo Monetario Internacional renovó formalmente la línea de crédito flexible que tiene México”, Anuncio de la comisión de cambios, Comunicado de Prensa, Banco de México/SHCP, México, 25 de marzo.
- (2011). “El director ejecutivo del FMI aprobó hoy la línea de crédito flexible de alrededor de 72 mil millones de dólares para México por dos años”. Anuncio de la comisión de cambios, Comunicado de Prensa, Banco de México/SHCP, México, 10 de enero.
- Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria (1989). *Informe sobre la Unión Económica y Monetaria en la Comunidad Europea* (Informe Delors).
- Cruz, Moritz (2006). “¿Pueden las reservas internacionales contribuir al crecimiento económico?”, *Economía Unam*, núm. 8, vol. 3 [<http://revistas.unam.mx/index.php/ecu/issue/view/235/showToc>].
- Daniel, Kent, Robert J. Hodrick y Zhongjin Lu (2014). “The carry trade: Risks and drawdowns”, National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 20433, agosto.
- Dávila Ibáñez, Hilda (2011). “Estrategias para un crecimiento con equidad”, en Federico Novelo (coord.), *La UAM ante la sucesión presidencial: propuestas de política económica y social*. México: UAM-Xochimilco.

- Davis, Howard (2013). “The dollar question”, *Financial Times*, 22-23 junio, p. 11.
- De Gregorio, José (2010). “Tipo de cambio, ajuste real y política monetaria”, Documentos de Política Económica, Banco de Chile, núm. 34, agosto.
- (2010a). “Enfrentando el desafío de los flujos de capitales”. Documentos de Política Económica, Banco de Chile, núm. 35, mayo.
- (2010b). “Regulación macro prudencial, estabilidad financiera y flujos de capital”. Documentos de Política Económica, Banco de Chile, núm. 37, septiembre.
- De la Dehesa, Guillermo (1994). “La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo ¿es viable?”, Conferencia Per Jacobsson, 2 de octubre, Madrid, España.
- De Long, Bradford (2015). “Los preocupantes ajustes monetarios en Estados Unidos”, *El País*, 6 de septiembre de 2015, p. 12, Negocios.
- Dobbs, Richard, Susan Lund, Tim Koller y Ari Shwayder (2013). “QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks”, McKinsey Global Institute Discussion paper, noviembre.
- Dornbusch, Rudiger (1976). “Expectations and exchange rate dynamics”, *Journal of Political Economy*, diciembre, pp. 1161-1176.
- y Stanley Fischer (1994). *Macroeconomía*. McGraw Hill.
- Dow, James y Gary Gorton (1995). “Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is there a Connection? National Bureau of Economic Research”, Working Paper núm. 5233, agosto.
- Drucker, Peter (1986). “The Changed World Economy”, *Foreign Affairs*, Council of Foreign Relations, vol. 64, núm. 4, pp. 768-791.
- Eatwell, John y Lance Taylor (2000). *Global Finance at Risk. A case for International Regulation*. Nueva York: The New Press.
- Eichengreen, Barry y Pooman Gupta (2014). “Tapering talk: the impact of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets”, Policy Research Working Papers Series 6754, Washington DC.: The World Bank.
- El Financiero* (2010). “Brasil sube gravamen a extranjeros”, 19 de octubre, p. 3.
- Engel C. (1996). “The forward discount anomaly and the risk premium: A survey of recent evidence”, *Journal of Empirical Finance*, 3(2), pp. 123-192.
- Epstein G.A., I. Grabel y K.S. Jomo (2008). “Capital management techniques in Developing Countries: Managing Capital Flows in Malasia, India, and China”, en J. Stiglitz y J.A. Ocampo, *Capital Market Liberalization and Development*. Nueva York: Oxford University Press.
- Fama, Eugene (1970). “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, mayo.

- Fama, E.F. (1984). "Forward and spot Exchange rates", *Journal of Monetary Economics*, noviembre, pp. 319-338.
- (1991). "Efficient capital markets: II", *Journal of Finance*, diciembre, pp. 575-618.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2010). Macroeconomía para el desarrollo, desde el "financierismo" al "productivismo", *Revista de la CEPAL*, diciembre, pp. 7-27.
- Flores, Luis A. (2010). "Costo de altas reservas internacionales", *Análisis Económico*, Grupo IXE [en línea], 29 de junio.
- Fondo Monetario Internacional (2010). *Informe Anual 2010*. Apoyar una recuperación equilibrada, 30 de abril.
- (2011a). "Perspectivas de la economía mundial: las tensiones de una recuperación a dos velocidades, desempleo, materias primas y flujos de capital", *Estudios Económicos y Financieros*, FMI, abril.
- (2011b). "Perspectivas económicas. Las Américas atentos al sobrecalentamiento", *Estudios Económicos y Financieros*, abril.
- Forbes, Kristin, Marcel Fratzscher, Thomas Kostka y Roland Straub (2012). "Bubble Thy Neighbor: Portafolio effects and externalities from capital controls", National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 18052, mayo.
- Frankel, J. (2003). "Experience of and lessons from Exchange Rates regimes in emerging economies", National Bureau of Economic Research Working Paper 10032, octubre.
- Fratzscher, Marcel (2012). "Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis", *Journal of International Economics*, 88(2), pp. 341-356.
- Galindo, Luis M. y Jaime Ros (2006). "Banco de México: política monetaria de metas de inflación", *EconomíaUnam*, vol. 3, núm. 9, México: Universidad Nacional Autónoma de México, 9 de agosto.
- Gallagher, Kevin (2014). *Ruling capital: Emerging Markets and the re-regulation of Cross Border Finance*. Cornell University Press.
- (2010a). "Control That Capital", *Foreign Policy*, marzo.
- (2010b). "Capital Controls and Trade Agreements", *United Nations G-24, Policy Brief*, núm. 55.
- (2010c). "Capital Controls are prudent but not easy", *Financial Times*, 20 de octubre.
- (2010d). "Policy space to prevent and mitigate financial crises in trade and investment agreements", G-20 Discussion Paper Series, núm. 58, mayo.
- (2011a). "Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis", PERI Working Paper núm. 250, Political Economy Research Institute, febrero.
- (2011b). "Trading Away Financial Stability in Colombia: Capital Controls and the US-Colombia Trade Agreement", *Latin American Trade Network Brief*, núm. 66, abril.
- (2011c). "Reforming United States trade and investment treaties for financial stability: The case of capital controls", *Investment Treaty News*, núm. 3, tomo I, 5 de abril,

- International Institute for Sustainable Development [<http://impreso.elfinanciero.com.mx/pages/Ejemplar.aspx>].
- (2011d). “The IMF, Capital Controls and Developing Countries”, *Economic and Political Weekly*, vol. XLVI, núm. 19, mayo.
- (2011e). “Capital Controls Back in IFM”, Project Syndicate a World of Ideas, 20 de junio [<http://www.guardian.co.UK/commentisfree/cifamerica/2010/mar/01/imf-capital-controls>].
- y José Antonio Ocampo (2013). “IMF’s New View on Capital Controls”, *Economic and Political Weekly*, vol. XLVIII, núm. 12, 23 de marzo, Mumbai, India.
- Gallagher, Kevin y Bruno Coelho (2010). “Capital controls and 21st Century Financial Crises: evidence from Colombia and Thailand”, PERI Working Paper núm. 213, Political Economy Research Institute, enero.
- Gallagher, Kevin y Stephany Griffith-Jones (2011). “Curbing Hot Capital Flows to Protect the Real Economy”, *Economic and Political Weekly*, vol. 46, núm. 3, enero 15-21.
- Gagnon, Joseph E. (2013). “Currency wars”, *Milken Institute Review*, enero.
- (2016). “Quantitative easing: An underappreciated success”, Peterson Institute of International Economics, Policy Brief PB16-4, Washington DC., abril.
- González, Abraham (2016). “¿Por qué subió tanto el dólar ayer?”, *El Financiero*, México, 22 enero, p. 23.
- (2016). “Existe la amenaza real de una guerra de divisas”, *El País*, España, 24 de enero, p. 37.
- (2011). “Latinoamérica tiene todo el derecho a defender sus divisas”, *El País*, España, 24 de abril, p. 5, Negocios (entrevista a Nicolás Eyzaguirre, director del Departamento del FMI para América).
- Gorton, Gary y Frank A. Schmid (1996). Universal Banking and the Performance of German Firms, National Bureau of Economic Research, Working Paper núm. 5453, febrero.
- Greenwald, B. y J.E. Stiglitz (1991). “Information, finance, and markets: the architecture of allocative mechanisms”, National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 3652, marzo.
- (1993). “New and old Keynesians”, *Journal of Economic Perspectives*, invierno.
- Grossman S.J. y J.E. Stiglitz (1980). “On the impossibility of informationally efficient markets”, *American Economic Review*, junio, pp. 393-408.
- International Monetary Fund (2013). “The yin and yang of capital flow management: Balancing capital inflows with capital outflows”, Chapter 4, *World Economic Outlook*, octubre, pp. 113-132.
- (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls”, *IMF Staff Position Note*, 19 de febrero.

- (2011a). Statement by the Managing Director on recent Experiences in Managing Capital Inflows/Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework, Executive Board Meeting, 21 de marzo.
- (2011b). “Recent Experiences in Managing Capital Flows/Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework”, Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department in consultancy with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments, Approved by Reza Moghadam, 14 de febrero.
- (2012). “The liberalization and management of Capital Flows: An Institutional View” [<http://imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>].
- (2013). “Global impact and challenges of unconventional monetary policies”, IMF Policy Paper, Washington DC., 13 de septiembre.
- (2014). “How do changes in the investor base and financial deepening affect Emerging Market Economies”, Chapter 2, *Global Financial Stability Report*, marzo, Washington DC.
- (2015). “Exchange rates and trade flows: disconnected?”, Chapter 3, *World Economic Outlook*, octubre, pp. 117-160.
- Jardón, E. y Z. Flores (2013). “Clase media creció 24% en una década”, *El Financiero*, 13 de junio, p. 8.
- Jensen, M. (1978). “Some anomalous evidence regarding market efficiency”, *Journal of Financial Economics*, junio-septiembre, pp. 95-101.
- Jiaquian, Chen, Tommaso Mancini-Griffoli y Ratna Sahay (2014). “US monetary policy impact on Emerging Markets: Different this time?”, IMF Working Paper núm. 14/240, Washington, DC.
- Jordá, Óscar y Alan M. Taylor (2009). “The carry trade and fundamentals: Nothing to fear but fear itself”, National Bureau of Economic Research, Working paper núm. 15518, noviembre, Cambridge, Mass.
- Kahneman, Daniel y Amos Tversky (1979). “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, marzo, pp. 263-292.
- Kaufman, Henry (1986). *Interest Rates. The Markets and the New Financial World*. Nueva York: Times Books.
- (1994). “Structural changes in the financial markets: Economic and policy significance”, *Economic Review*.
- Kuczynski, Pedro Pablo y John Williamsom (eds.) (2003). *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*. Washington, DC.: Institute of International Economics.
- Lapavitsas, Costas (2009). *El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis*. Madrid: Maia Ediciones.
- LeRoy S. y R.D. Porter (1981). “Stock price volatility: Test based on implied variance bounds”, *Econometrica*, (49), pp. 97-113.

- López-Mejía, Alejandro (1999). “Grandes flujos de capital: causas, consecuencias y opciones de política”, *Finanzas y Desarrollo*, FMI, septiembre.
- MacDonald, R. y M. Taylor (1992). “Exchange rate economics. A survey”, *IMF Staff Papers*, marzo, pp. 1-48.
- (1990). “International parity conditions”, en A.S. Courakis y M.P. Taylor, *Private Behavior and Government Policy in Interdependent Economies*, Oxford, Reino Unido: Clarendon Press, pp. 19-52.
- Magill, Michael y Wayne Shafer (1991). “Incomplete markets”, en W. Hildenbrand y H. Sonnenschein (eds.), *Handbook of Mathematical Economics*, vol. IV, Elsevier Science Publishers, B.V.
- Magud, Nicolas y Carmen M. Reinhart (2006). “Capital Controls: An Evaluation”, National Bureau of Economic Research, Working Paper núm. 11973, enero, Cambridge, Mass.
- Mandeng, Ousmène (2013). “Dollar-based system is inherently unstable”, *Financial Times*, 3 de octubre.
- Manchón, Federico (2015). “Cambios y proyectos de la gobernanza económica de la Unión Europea”, ponencia presentada en el XXIX Congreso Departamental de Investigación, Departamento de Producción Económica, UAM-Xochimilco.
- Mansell Carstens, Catherine (1994). *Las nuevas finanzas en México*. México: ITAM/IMEF.
- Mateos y Lago Isabelle, Rupa Duttgupt y Rishi Goyal (2009). “The Debate on the International Monetary System”, IMF Staff Position Note, 11 de noviembre, SPN/09/26, Washington, DC.
- Mariano, Efraín y Felipe Sánchez (2011). “Nuevas declaraciones de la FED”, *El Financiero*, México, 25 de mayo.
- Marirrodiga, Jorge (2011). “La banca chilena está en posición de ventaja para actuar”, Empresas y Sectores, *El País*, 8 de mayo.
- Mayoral, Isabel (2010), “Banxico y Hacienda pueden frenar al peso”, *CNNExpansión*, 10 de noviembre [en línea].
- (2011). “Sector exportador teme por el súper peso”, *CNNExpansión*, 9 de febrero [en línea].
- Menkhoff, L. y N. Tolksdorf (2001). *Financial Market Drift. Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy?* Germany: Springer-Verlag.
- Miranda-Agrippino y Helene Rey (2015). “World asset markets and the global financial cycle”, National Bureau of Economic Research Working Paper 21722, octubre.
- Mishra, Prachi, Kenji Moriyama, Papa N’Diaye y Lam Nguyen (2014). “Impact of tapering announcements on Emerging Markets”, IMF Working Paper WP/14/109, Washington, DC., junio.



- Modigliani, T. y M. Miller (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, junio, pp. 261-297.
- Mold, Andrew y Carlos A. Rozo (2006). "Liberalization, growth and welfare: The Maquilization of the Mexican economy", en Kishor Sharma y Oliver Morrissey (eds.), *Trade, Growth, and Inequality in the Era of Globalization*, Londres: Routledge, pp. 231-255.
- Monroy, María (2011). "Industriales piden frenar al súper peso", *CNNExpansión*, 21 de enero [<http://www.cnnexpansion.com/economia/2011/01/21/industriales-piden-frenar-al-super-peso>].
- Morales Navarrete, Roberto (2010). "Superpeso abre mercados en EU", *El Economista*, 14 de abril [<http://eleconomista.com.mx/finanzas-publicas/2010/04/14/superpeso-abre-mercados-eu>].
- Morales, Yolanda (2011). "El Fondo Monetario debe precisar control de capitales", *El Economista*, 18 de abril, pp. 6-7.
- Nocera, Joe (2009). "Poking Holes in a Theory on Markets", *New York Times*, 8 de junio.
- Nugée, Jhon (2004). *Manejo de reservas de oro y de divisas*. Banco de Inglaterra, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Ensayos, núm. 71, primera edición.
- Ocampo, José A., K. Gallagher y S. Griffith-Jones (2011). "Represar al capital", 16 de junio [<http://www.project-syndicate.org/commentary/ocampo9/Spanish>].
- Ocampo, J.A, J. Kregel y S. Griffith-Jones (2007). *International Finance and Development*. Londres: Zed Books.
- OECD (2010). *Economic Outlook*, mayo.
- Ohmae, Kenechi (1995). "Putting global logic first", *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 119-125.
- (1990). *The Borderless World*. Nueva York: Harper Business. Ohmae (1991:161).
- Ojeda, Marcela (2011). "No hay afectación por el tipo de cambio: SHCP", *El Financiero*, 3 de mayo, p. 5.
- (2015). "Descarta Carstens salida de capitales", *El Financiero*, 24 de abril, p. 5.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi y D. Reinhart (2010). "Entradas de capital: el papel de los controles", *Revista de Economía Institucional*, vol. 12, núm. 23, segundo semestre, pp. 135-164.
- Ostry, J.D., A.R. Ghosh, M. Chamon y M.S. Qureshi (2012). "Tools for managing financial stability risks from capital inflows", *Journal of International Economics*, 88(2), pp. 407-421.
- Patiño, Dainzu (2016). "Economía tiene sanos fundamentos: Carstens", *El Financiero*, México, 27 de enero, p. 9.
- Pérez, Claudi (2010). "Peligro: guerra de divisas", *El País*, 10 de octubre, Negocios, p. 2.
- Piketty, Thomas (2014). *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, MA.: The Belknap Press, Harvard University Press.

- Piz, Víctor Felipe (2011a). “Apreciación del tipo de cambio, manejable”, *El Financiero*, 7 de abril, p. 5.
- (2011b). “México, imán de dólares”, *El Financiero*, 27 de abril, p. 6.
- Prasad, Eswar S. (2014). *The Dollar Trap*. Princeton University Press.
- Prates, Daniela M., André M. Cunha y Marcos T.C. Lélis (2009). “La gestión del régimen cambiario en Brasil”, *Revista de la CEPAL*, diciembre.
- Rafiq, Sohrab (2015). “The effects of US unconventional monetary policy on Asia frontier developing economies”, IMF Working paper WP/15/18, Washington DC., enero.
- Reuters (2010b). “Países superavitarios deben dejar que sus monedas suban”, *El Financiero*, México, 7 de octubre, p. 4.
- (2011). “Gobierno, con mirada puesta en apreciación del peso, dice Cordero”, *El Financiero*, México, Finanzas, 26 de enero, p. 5.
- , AFP (2010). “Brasil anuncia más medidas para contener el real”, *El Financiero*, México, 7 de septiembre, p. 4.
- (2010a). “China no ha hecho lo suficiente por el yuan: EU”, *El Financiero*, México, 21 de septiembre, p. 3.
- Rickards, Jim (2011). *Currency Wars: The making of the next global crisis*, Londres: Penguin Books Ltd.
- Rodrik, Dani (2011). “The End of an Era in Finance”, 20 de junio [<http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik41/English>].
- (2006). “The Social Cost of Foreign Exchange Reserves”, National Bureau of Economic Research Working Paper 11952, enero.
- Rozo, Carlos A. (2003). “Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana”, en G. Mántey y N. Levy (coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, UNAM-Acatlan y M.A. Porrúa, pp. 207-252.
- (2009a). “Apertura, tratados de libre comercio y expectativas frustradas de crecimiento”, en Alfredo Guerra-Borges, *Fin de época: de la integración tradicional al regionalismo estratégico*. México: Siglo XXI Editores, pp. 187-229.
- (2009b). “Modelo de desarrollo y cadenas de valor global. El modelo exportador mexicano”, *Temas selectos de investigación económica latinoamericana*. Guayaquil: Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Guayaquil, pp. 231-249.
- (2011). *Caos en el capitalismo financiero global*. México: Océano/UAM.
- (1998). “Globalización y desacoplamiento financiero”, tesis doctoral. México: Universidad Autónoma Metropolitana
- (2014). “Exportaciones y crecimiento”, en Rozo, C.A., H. Dávila y A. Azamar, *La economía mexicana en la alternancia panista*. México: UAM-Xochimilco, pp. 101-119 (libro electrónico).

- Saborowski, Christian, Sarah Sanya, Hans Weisfeld y Juan Yopez (2014). “Effectiveness of capital outflow restrictions”, IMF WP 18/8, Washington, DC., enero.
- Saldaña, Ivette (2010). “México debe estar atento a la guerra de divisas”, *El Financiero*, México, Economía, 8 de octubre, p. 13.
- (2011). “México no impondrá controles a los flujos de capital: Cordero”, *El Financiero*, México, 5 de mayo, p. 9.
- Sandoval, Antonio (2011). “Cobertura histórica de las reservas internacionales”, *El Financiero*, México, 13 de julio.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (2016). “Saldo de la deuda del sector público federal multianual”, diciembre (1990-2015), (consultado el 12 de febrero de 2016).
- Shiller, Robert (1988). “Causes of changing financial markets volatility”, *Financial Market Volatility*, FED Kansas City, pp. 1-22.
- Siegel, Laurence B. (2010). “Black Swan or Black Turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007-2009”, *Financial Analysts Journal*, núm. 66(4), pp. 6-10.
- Soros, George (1998). “Hacia una sociedad global abierta”, *Nexos*, México, marzo, pp. 47-49.
- (2009). “The crash of 2008 and what it means”, *Public Affairs*, Nueva York.
- Stephens, Philip (2013). “Yellen, el tapering, y un G20 moribundo”, *El Financiero*, México, 13 de febrero, p. 16 (Syndicated article from Financial Times).
- Stiglitz, J.E. (1991). “The invisible hand and modern welfare economics”, National Bureau of Economic Research Working Paper núm. 3641, marzo, Cambridge, Mass.
- (2010). “La prueba de relevancia de la Reserva Federal”, *El País*, España, 10 de octubre, p. 4, Negocios.
- y A. Weiss (1981). “Credit rationing in markets with imperfect information”, *American Economic Review*, junio, pp. 393-410.
- Subramanian, Arvind (2011). “Time for Coordinated Capital Account Controls?”, *The Baseline Scenario* [<http://baselinescenario.com/2009/11/18/time-for-coordinated-capital-account-controls/>], fecha de consulta: 20 de junio.
- Summers, Lawrence (1986). “Does the stock market rationality reflect fundamental values?”, *Journal of Finance*, julio, pp. 591-601.
- (2013). “IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer”, Washington, DC., 8 de noviembre.
- y V. Summers (1989). “When financial markets work too well: A cautious case for securities transactions tax”, *Journal of Financial Services Research*, diciembre, pp. 261-286.
- Tett, Gillian (2014a). “¿Por qué el dólar se mantiene estable?”, *El Financiero*, 7 de febrero, p. 14, Syndicated Financial Times.

BIBLIOGRAFÍA

- (2014b). “Préstamos ‘subprime’ nuevamente de moda en Estados Unidos”, *El Financiero*, 11 de abril, p. 20 (Syndicated article from Financial Times).
- The Economist* (2009). “Market Fatigue”, octubre.
- (2013). “The end isn’t nigh. Central bank challenges as the era of cheap money enters a new phase”, A special report from The Economist Intelligence Unit.
- Tobin, James (1984). “On the efficiency of the financial system”, *Lloyds Bank Review*, julio, pp. 1-15.
- (1978). “A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal*, pp. 153-159.
- Toporowski, Jan (1993). *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*. Reino Unido: Edward Elgard Publishing Ltd.
- Torres, Gabriel (2011). “Un dólar más barato trae preocupaciones”, *El Financiero*, 3 de febrero, p. 8.
- Volcker, Paul (2011). “Financial Reform: Unfinished Business”, *New York Review of Books* (recuperado el 22 de noviembre de 2011).
- Wadwhani, Sushil (1987). “On the efficiency of financial markets”, LSE Financial Markets Group, Special Paper núm. 01.
- Wheathly, Jonathan y Peter Garnham (2010). “Brazil in currency war alert”, *Financial Times*, 27 de septiembre. Entrevista.
- Williamson, John (1990). *The Progress of Policy Reform in Latin America*. Washington, DC.: Institute of International Economics, marzo.
- (1993). “Exchange Rate Management”, *Economic Journal*, enero.
- World Bank (2014). “Rethinking the Role of the State in Finance”, *Global Financial Development Report 2013*, Washington, DC.
- Yifu Lin, Justin (2013). *Against the consensus. Reflections on the Great Recession*, Cambridge University Press.
- Zepeda Hurtado, Clara (2010). “De la batalla dialéctica a la guerra cambiaria”, *El Financiero*, México, 21 de septiembre, p. 3.



*Capital especulativo y blindaje financiero en México*, de Carlos A. Rozo, número 63 de la Colección Teoría y análisis de la DCSH de la UAM-Xochimilco, terminó de imprimirse en febrero de 2017. Edición e impresión: mc editores, Selva 53-204, col. Insurgentes Cuicuilco, 04530 México, D.F., tel. 5665 7163 [mceditores@hotmail.com]. El tiro consta de 1000 ejemplares más sobrantes para reposición.





La débil e incierta recuperación de la economía mundial dio lugar a un entorno conflictivo en la búsqueda de opciones que impulsen el crecimiento de las economías nacionales. Los principales países industriales, al no lograr poner en marcha sus capacidades internas de crecimiento, buscan nuevas sendas para su recuperación. Una opción tomada fue llevar a cabo políticas monetarias expansivas y, otra, incursionar en mercados extranjeros por mayores exportaciones. En un mundo globalizado, con un sistema financiero altamente interdependiente y extremadamente especulativo, esta combinación es un coctel muy explosivo con resultados diferentes a los pretendidos, y no del todo positivos. Uno de ellos fue un vigoroso “acarreo de divisas”, de los países industriales hacia las economías emergentes, en busca de ganancias especulativas para aprovechar los diferenciales de tasas de interés. Sin embargo, esta es una de las estrategias que más entorpecen el camino de la recuperación iniciada en 2009, al crear desequilibrios cambiarios y monetarios en los países menos afectados por la crisis hipotecaria de Estados Unidos, que ha llevado a un escenario de confrontación en una “guerra de divisas”. México es uno de los mercados emergentes preferidos por los capitales especulativos, sin embargo, nuestras autoridades monetarias no consideraron prudente ni necesario intervenir en el mercado cambiario como sí lo han hecho las de otros países. En nuestro caso se ha preferido blindar la economía por medio de la acumulación de reservas internacionales. Este libro explica la lógica de funcionamiento de estos capitales sobre el mercado mundial de divisas y la peculiaridad del enfoque mexicano, de puertas abiertas a la inversión especulativa, en la lógica de entender las razones por las cuales las autoridades mexicanas consideran como positivo lo que las autoridades de otros países estiman como perjudicial para sus economías, por el elevado costo de acumular reservas internacionales, que en promedio anual, de 2009 a 2014, fue cercano a dos por ciento del PIB; como se verá en esta obra, México paga un precio muy alto para jugar las reglas impuestas por la globalización financiera.