

¡Son las expectativas! Una versión sobre la **apreciación del peso** usando teorías de **expectativas racionales** y mercados eficientes

JULIO CACHO DÍAZ Y
JOSÉ CARLOS RODRÍGUEZ PUEBLITA

El tipo de cambio del peso mexicano con respecto al dólar sigue sorprendiendo.



En diciembre de 2022, la Encuesta *Citibanamex de Expectativas* proyectaba un tipo de cambio de \$20.75 para el cierre de 2023. La encuesta más reciente de agosto estimó que el tipo de cambio será de \$17.88 al cierre de este año, un diferencial de \$2.87 pesos mexicanos o 13.8% con respecto de lo estimado hace ocho meses. Aunque obviamente aún no sabemos cuál será, la tasa cambiaría al concluir 2023, la diferencia de la estimación que los expertos hicieron al final del 2022, promete ser significativa. considerando que ahora el dólar ronda alrededor de 17 pesos.

Han surgido diversas teorías para explicar la importante e inesperada apreciación del peso mexicano en lo que va del año. El diferencial de tasas de interés suele ser una de las justificaciones más socorridas. Nosotros pensamos que no es una explicación económicamente correcta, considerando la teoría de las expectativas racionales que propuso el recién fallecido Robert Lucas y la teoría de los mercados financieros eficientes enarbolada por Eugene Fama, ambos galardonados con el Premio Nobel de Economía.

La primera teoría se basa en el supuesto de que los agentes económicos utilizan toda la información disponible sobre el comportamiento actual y las previsiones de la economía, por lo que anticipan racionalmente las actitudes y políticas futuras de los gobiernos, reaccionando *hoy* según las expectativas formadas. La **teoría del mercado** eficiente argumenta que en un mercado en donde existiesen inversionistas racionales y bien informados, los títulos serían valorados apropiadamente y, por ende, *hoy* los precios reflejan toda la información disponible.

Hagamos un breve recuento. El peso mexicano sufrió una pérdida de su valor frente a la moneda norteamericana durante la segunda mitad del sexenio de Enrique Peña Nieto (2012-2018), cuando la economía mexicana experimentó una serie de impactos negativos externos e internos, como la fluctuación de los precios del petróleo, la elección de Donald Trump en Estados Unidos y las incertidumbres generadas por la agenda económica del presidente electo, Andrés Manuel López Obrador.

Hacia finales de 2014 comenzó una racha de pérdida de valor del peso mexicano respecto del dólar, racha que continuó hasta finales de 2016, principalmente a causa de la especulación

relacionada con la política monetaria de la Reserva Federal y los bajos precios del petróleo, incrementando la demanda de dólares por parte de los participantes del mercado cambiario, ya que los inversionistas anticipaban futuros desafíos económicos. Otras divisas emergentes como el real brasileño y el rand sudafricano, y no emergentes, como el dólar canadiense, la corona noruega, el euro y la libra esterlina, también se depreciaron frente a la moneda estadounidense.

Adicionalmente, en 2016, la candidatura presidencial de Donald Trump en Estados Unidos inyectó un clima de incertidumbre en los mercados. Su retórica proteccionista y antimexicana, así como su eventual victoria, culminaron en la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Este proceso mantuvo al peso en un estado de volatilidad hasta bien entrado 2018.

La figura de AMLO surgió como un factor adicional disruptivo en las expectativas del mercado. Su promesa de modificar algunas reformas económicas generó un ambiente de incertidumbre que gravitó sobre el valor del peso, especialmente a medida que se aproximaban las elecciones presidenciales de 2018.

Recurriendo a las teorías de Lucas y Fama, el valor de la moneda refleja en cada momento las expectativas del mercado basadas en la información disponible. De esta forma, la depreciación acumulada del peso mexicano, de poco más del 50 por ciento durante el sexenio de Peña Nieto, fue una respuesta a las expectativas sobre la economía mexicana, reflejadas en el precio de la divisa.

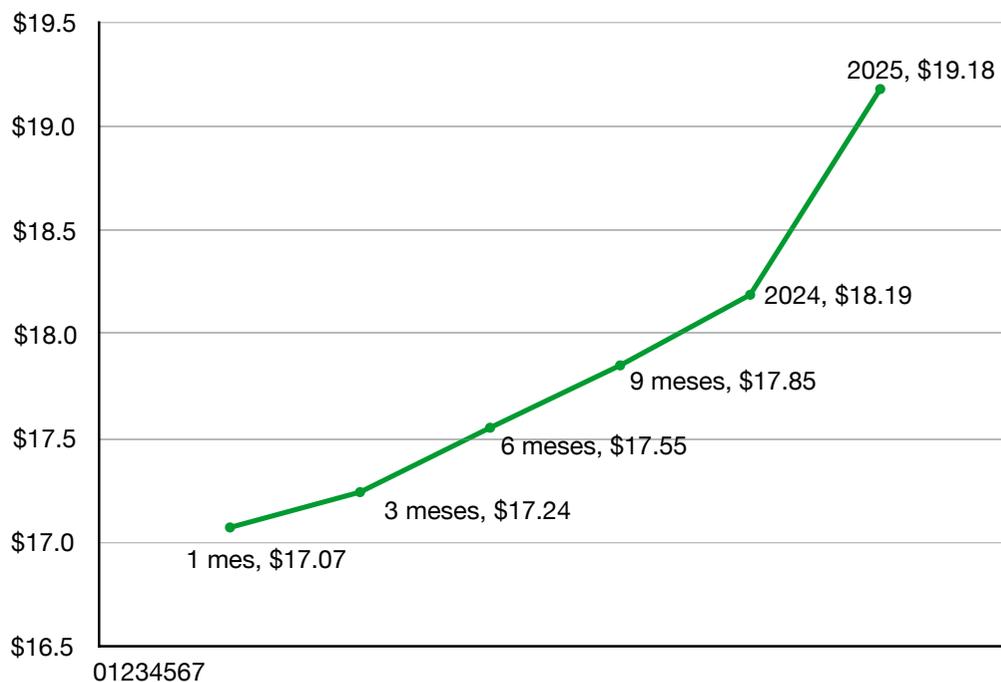
Un capítulo particularmente disruptivo que merece una mención especial al ilustrar el mecanismo de las teorías desplegadas, es el impacto de la pandemia de la COVID-19. Esta crisis mundial provocó un choque en las economías globales en 2020, y México no fue la excepción. La incertidumbre generada por los cierres y sus respectivos impactos económicos derivaron en un flujo masivo de capitales hacia los activos de menor riesgo percibido, con ajustes abruptos en los precios de los activos -hubo días en los que el petróleo tuvo «precio negativo»- y una consecuente depreciación del peso. De esta manera, el fortalecimiento del peso podría verse alternativamente como una respuesta a la gradual recuperación de la perspectiva de la

economía mexicana y a las expectativas optimistas en torno a la recuperación económica global.

Avancemos hasta el presente. Recientemente, el peso mexicano ha experimentado una notable apreciación de más del 13% en lo que va de 2023. Algunos medios y economistas han atribuido este fenómeno al diferencial de tasas de interés entre México y Estados Unidos -que ha promediado 6.43 puntos porcentuales considerando las tasas primarias de Cetes y T-Bills de corto plazo. Sin embargo, esta explicación resulta poco convincente, dado que el diferencial no ha cambiado significativamente, en especial cuando se le compara con 2017 y 2018, cuando el tipo de cambio peso-dólar experimentó una volatilidad importante llegando a 21.96 pesos, no obstante, el diferencial de tasas promedio fue de 5.66 puntos porcentuales. Si las expectativas consideran la información disponible y los precios de las divisas así lo reflejan, el tipo de cambio hoy no debería

la teoría del mercado eficiente argumenta que en un mercado en donde existiesen inversionistas racionales y bien informados, los títulos serían valorados apropiadamente y, por ende, hoy los precios reflejan toda la información disponible.

Gráfica 1. Tipo de cambio “Forward” promedio (Pesos por dólar de los E.U.A.)



Fuente: Tipo de cambio Forward, Banco de México, 18 de agosto de 2023

explicarse por la diferencia actual de tasas entre México y Estados Unidos, sino por la predicción de los participantes del mercado de divisas sobre el desempeño futuro de la economía, incluyendo el impacto de las posibles políticas monetarias futuras.

El diferencial de tasas de interés entre dos países refleja las expectativas del mercado sobre los riesgos y rendimientos relativos de invertir en una moneda en comparación con la otra, que se conoce comúnmente como “riesgo país”.

En un mercado eficiente, donde los precios de los activos incorporan toda la información disponible, un mayor diferencial de tasas en favor de una moneda suele indicar una esperada depreciación, no apreciación, de esa moneda en el futuro. Esto se debe a que los inversores requieren un rendimiento más alto para compensar el riesgo cambiario anticipado. Un claro ejemplo de esto, es la curva de futuros del dólar americano respecto al valor del peso. Como podemos ver, la curva tiene pendiente positiva,

Gráfica 2. Spread de Bonos Gubernamentales México-EEUU 10 años (Puntos base)



Fuente: Investing

indicando que los inversionistas demandan una mayor depreciación del peso mexicano conforme mayor es el horizonte. Este diferencial entre el dólar spot y futuro, está determinado por el diferencial de las tasas de interés.

CURVA DE FUTUROS MXN-USD

Analizando el diferencial de tasas de los bonos gubernamentales a 10 años, el «spread» de las tasas de largo plazo ha disminuido desde inicios de 2022, reflejando que la depreciación esperada del peso se ha reducido, por lo tanto, eso explica la apreciación reciente.

De esta forma, podemos concluir que la apreciación reciente del peso mexicano no se debe al mayor diferencial de tasas entre México y Estados Unidos, sino que el menor spread en las tasas de largo plazo explican la apreciación al informar sobre la menor probabilidad de depreciación futura, contrario a la lógica de algunos analistas.

Por lo tanto, una explicación más convincente sobre la reciente apreciación del peso mexicano, es una combinación de la reducción de las tensiones comerciales entre México y Estados Unidos durante la administración Biden, generando una mejor perspectiva comercial de nuestro país;

la expectativa de que México se beneficie del reciente fenómeno del *nearshoring* que podría incrementar las exportaciones mexicanas hasta 10% en el próximo lustro; y la reducción de la incertidumbre sobre la economía nacional al acercarse el final de la administración de AMLO, lo que en conjunto ha creado un ambiente más favorable para el peso.

En resumen, las fluctuaciones en el valor del peso mexicano obedecen las expectativas de los inversionistas formadas por una variedad de factores económicos y políticos, por lo que pueden influir en la cotización de una moneda en un mercado eficiente. Tanto los periodos de depreciación como los de apreciación son una manifestación de la respuesta del mercado a las expectativas futuras sobre la economía mexicana.

Entender estos factores es esencial para cualquier análisis futuro de la economía mexicana y la valoración de su moneda. De esta forma, la versión del mayor diferencial de tasas de interés como explicación de la apreciación del peso mexicano frente al dólar resulta inadecuada para explicar la reciente

apreciación del peso, debido a que, además de que dicho diferencial no es considerablemente mayor que periodos recientes en los que el peso se ha depreciado de manera significativa, el «*spread*» es un consecuencia -no una explicación- de los precios de equilibrio que reflejan las expectativas de los inversionistas.

Entendiendo el diferencial de tasas a lo largo de la curva de rendimiento y el tipo de cambio en su conjunto como resultado de los mercados ante las expectativas, la explicación correcta va de alguna manera en sentido contrario a la narrativa prevaleciente: la *reducción* del diferencial de tasas de largo plazo explica la apreciación del peso al reflejar las expectativas de menor probabilidad de depreciación futura de nuestra moneda ante una mejor perspectiva económica. De esta manera, parecería que el peso mexicano está regresando a la senda de valor de mercado que tenía antes de los choques negativos a las expectativas por la caída del precio del petróleo, y la elección de Trump y AMLO. </>

Referencias

<http://www.worldgovernmentbonds.com/spread/mexico-10-years-vs-united-states-10-years/#:~:text=The%20Mexico%2010%20Years%20%2F%20United,95.6%20bp%20during%20last%20year.>



Julio Cacho Díaz es profesor de Finanzas en la Universidad de Rice.

José Carlos Rodríguez Pueblita es profesor de Entorno Económico en IPADE Business School.



el peso mexicano ha experimentado una notable apreciación de más del 13% en lo que va de 2023.