

006707

12
lej.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
"ACATLAN" 57 SEP 25 PM 1997



LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO
1983-1995

SEMINARIO TALLER EXTRACURRICULAR
FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN
MÉXICO

QUE PRESENTA
GUADALUPE GARCÍA SÁNCHEZ

PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA

ACATLAN EDO. DE MÉXICO

SEPTIEMBRE DE 1997

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

DEDICATORIA

**A mi madre, por su invaluable esfuerzo
motivación y amor a lo largo de toda mi vida**

**A mi esposo por su gran apoyo, comprensión
y cariño**

A mi hermana Jastrid

Y a mi querida amiga Susana

AGRADECIMIENTOS

**A una gran persona a quien admiro
por su gran capacidad e inteligencia
y porque gracias a ella esta tesis ha sido
concluida**

CONTENIDO

	Página
INTRODUCCION	4-5
CAPÍTULO I	
I. La política Económica y el manejo de la política Monetaria en México 1982-1987	6-22
I.1. La Política Monetaria en el contexto de la Política Económica 1976-1982	6-12
I.2 Características y Naturaleza de la Política Económica 1982-1987	13-19
I.3 Características y Manejo de la Política Monetaria 1982-1987	19-22
CAPÍTULO II	
II. Características de la Política Antinflacionaria 1988-1995	23-66
II.1 Los Incumplimientos de Política Económica y Estrategias del Gobierno 1988-1995	23-37
II.2 Balance del manejo de la Política Monetaria 1988-1995	37-66
CAPÍTULO III	
III. Modelo Econométrico sobre la Política Monetaria en México 1983-1995	67-77
III.1 Marco Teorico	68-69
III.2 La Teoría Cuantitativa del Dinero	69-75
III.3 Agregados Monetarios	75-78
CAPÍTULO IV	
IV. Definición de Variables	78-79
CONCLUSIONES	
BIBLIOGRAFIA	

TESIS SIN PAGINACION

COMPLETA LA INFORMACION

INTRODUCCION

El objetivo de la presente investigación es analizar la evolución de la política monetaria en México en el periodo 1983-1995, con el propósito de demostrar si es o no eficaz a través de un modelo econométrico

La política monetaria es una parte de la política económica que tiene por objetivo central la estabilidad de precios y resulta un instrumento estratégico del Gobierno para impulsar el ahorro y con él la inversión para poder acceder al crecimiento y al equilibrio externo

El trabajo se encuentra dividido en cinco capítulos, el primero aborda la política monetaria en el contexto de la política económica en el periodo 1976-1982. Como antecedente, abordamos el sexenio 1970-1976 en el cual destacó una política monetaria expansionista para el sector público y restrictiva para el sector privado, que pretendía reactivar la economía a través de los créditos, de la liberación de los mismos, de la reducción de las tasas de interés y del financiamiento de la Banca privada en actividades prioritarias, así como de la expansión del gasto público, para tratar de contener las presiones inflacionarias

El principal objetivo de la política monetaria fue reducir dichas presiones inflacionarias mediante estímulos al ahorro, con mejores tasas de interés, ampliando la oferta al crédito al sector privado con el objeto de contribuir a la recuperación de la economía, situación que cambia a partir de 1981 debido a la aguda crisis por la baja en los precios del petróleo.

Así, para el periodo 1982-1987 la política monetaria se fijó como acciones principales la restricción del crédito para desalentar el consumo y la acumulación de inventarios, además de las tasas de interés flexibles, las cuales empezaron a disminuir a partir de 1988 por la baja en los requerimientos de financiamiento del sector público y de la contención de la inflación. En síntesis, se buscaba controlar la base monetaria a través del crédito del Banco Central.

En el capítulo segundo se aborda las características de la política antiinflacionaria en el periodo 1988-1995. En este destaca dos hechos importantes: el primero los pactos para la estabilidad y crecimiento económico, y el segundo el cambio estructural que tenía como objetivo lograr la eficiencia y la productividad del aparato productivo. Estos dos acontecimientos tenían un objetivo central: estabilizar la economía, este se logró exitosamente, ya que se alcanzó la inflación más

baja en los últimos 22 años para el año de 1994, la cual fue de 7.1 y que se debió a los siguientes factores:

- a) La consolidación de la apertura comercial de la economía,
- b) La reducción de los márgenes en la comercialización de las mercancías importadas y en las producidas internamente y
- c) La aplicación de una política monetaria orientada a disminuir la inflación.

En el capítulo 3 se presenta el modelo econométrico, partiendo del marco teórico que tiene como fundamento la teoría cuantitativa del dinero

En este modelo se mide la relación que existe entre la M1 y el Producto Interno Bruto, el Tipo de Cambio y la Tasa de Interés

De esta regresión se obtuvo una R² óptima de 78%, lo cual refleja que el modelo es significativo.

En el capítulo IV se abordan las conclusiones de la investigación.

CAPITULO I

I. LA POLITICA ECONOMICA Y EL MANEJO DE LA POLITICA MONETARIA EN MEXICO 1982-1987.

I.1. La Política Monetaria en el contexto de la Política Económica 1976-1982.

Para poder entender el manejo de la política monetaria en el contexto de la política económica en México durante los años de 1976 a 1982, resulta necesario hacer una revisión general de la situación económica y las políticas económicas que se instrumentaron en los años precedentes al periodo que se pretende analizar.

A finales de los años sesenta e inicios de los setenta se observaban altos niveles de crecimiento en la actividad económica de nuestro país, así como un relativo control de precios y equilibrio en las variables macroeconómicas. Sin embargo, el modelo adaptado de crecimiento cuya base sustentaba el proceso de industrialización, no fue lo suficientemente fuerte ya que trajo como consecuencia una desigualdad social sin precedente.

Se observa a una industria débil e incapaz de competir de acuerdo a la demanda del mercado, a raíz de la protección y subsidio del cual fue objeto años atrás. En el sector externo se observaba una disminución en la demanda de los países industrializados, un elevado incremento en los precios y la crisis financiera y monetaria originada por el deterioro en la balanza de pagos de los Estados Unidos, lo que provocó la inconvertibilidad del dólar en oro.¹

Internamente se manifestaba una baja en la inversión privada provocada principalmente por la disminución de demanda y la incertidumbre por el cambio de gobierno, así como por la disminución del gasto público dentro de la política monetaria de restricción ante la necesidad de consolidar el desarrollo y contener las presiones inflacionarias y el deterioro de la balanza de pagos. Lo anterior, trajo como consecuencia un menor crecimiento en la economía, situándose el PIB en 3.7% en 1971 en términos reales, cuando en 1970 era de 6.9%.

¹ Brothers, Dwight y Solis, Leopoldo (compiladores). "México en Busca de una nueva estrategia de desarrollo". "4 FCE, México, 1992, pp. 190.

² IDEM, pp. 191.

A principios de 1972 y finales de 1971, nuestro país adoptó una política de expansión monetaria cuyo objetivo era reactivar el crecimiento de la economía, lo cual trajo consigo un aumento en la demanda interna y externa, obteniendo un incremento en la actividad económica reflejado en un crecimiento del 7.3%.³

La política monetaria se orientó a incrementar los recursos para el crédito, a través de la liberación de los mismos, la reducción en las tasas de interés para los fondos no utilizados mantenidos en la Banca Central y el financiamiento hacia la banca privada en actividades prioritarias. Aunado con el financiamiento al sector público, el cual se expandió considerablemente y la disponibilidad de recursos externos (públicos y privados), se fomentó el crecimiento en la demanda, misma que fue estimulada por un incremento en el consumo privado, lo cual empezó a presionar en el incremento de los precios y en las exportaciones.⁴

En 1973, observándose un exceso en la demanda interna y una oferta que no correspondía debido a la insuficiencia en la producción, objeto de la falta de inversión privada, trajo consigo un incremento de 21.4% en los precios al consumidor. Por otro lado, observamos un considerable incremento en el déficit del sector público, teniendo que recurrir al financiamiento interno y externo sustentados en la emisión de circulante y de deuda externa.⁵

En 1974 la situación en la economía mundial se presentaba aun débil manifestándose una disminución en el crecimiento de la actividad económica, una acelerada inflación y altas tasas de desempleo y un déficit en la balanza de pagos, sobre todo para los países no exportadores de petróleo, traducido esto en el alza en los precios de los productos manufactureros. México pasó a ser un país exportador de petróleo y mantuvo su ritmo de crecimiento de 5.9% como se puede observar en la gráfica 1. Este se ocasionó por la política expansionista y de creciente gasto público. La política monetaria estuvo orientada a transferir nuevamente recursos hacia el sector público y a tratar de contener las presiones inflacionarias, consecuencia de la instrumentación de política económica.⁶

³ Gómez Oliver, Antonio, "Política Monetaria y Fiscal de México. La experiencia desde la posguerra

1946-1976." FCE, México, 1981 pp. 127-153

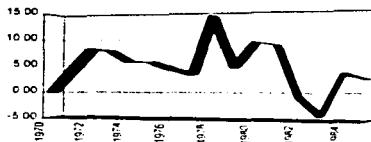
⁴ IDEM

⁵ IDEM

⁶ IDEM

Gráfica I

MEXICO: Tasa de crecimiento del PIB
(1970-1985)



Fuente: Banco de México

A finales de 1975 la economía mundial mostraba signos de recuperación en ciertos países tales como U.S.A., Alemania y Japon, a pesar de ello, se siguieron observando altas tasas de inflación. La situación monetaria fue menos restrictiva y se palio la disponibilidad de recursos de crédito y la baja en las tasas de interés.

México se vio afectado por la situación económica mundial y comenzó a disminuir el ritmo de crecimiento, debido básicamente por la caída en las exportaciones y el consumo interno, así como por el alza en los costos de las materias primas y mano de obra.

La política monetaria en su afán de seguir disminuyendo las presiones inflacionarias ocasionada por el financiamiento al sector público, continuó con la tendencia contractionista apoyada a su vez por una política similar de gasto público a fines de 1975, lo que se tradujo en una aguda recesión de la economía nacional.¹

En 1976 México sufrió una elevada reducción en el ritmo de crecimiento, objeto de la instrumentación de política económica observada en los años precedentes. La oferta no correspondió a la demanda, misma que fue provocada por la política expansionista aplicada, crecieron las exportaciones que en gran medida presionaron sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, que se vio presionada por la especulación del dólar y la fuga de capitales, provocando irremediamente la devaluación de nuestra moneda.²

¹ IDEM
² IDEM

Se tuvo que recurrir dada la situación económica de nuestro país a un fuerte endeudamiento externo. Sin embargo, no fue posible contener las presiones inflacionarias a pesar del control de precios y de la contracción de la política monetaria, lo que trajo como consecuencia el estancamiento del crecimiento de la economía frente a la limitación de recursos financieros. A finales de este año México enfrentaba la crisis económica más grave de la historia, la cual se reflejaba en una espiral inflacionaria, estancamiento en el producto interno bruto y una gran deuda externa, contracción en la inversión privada, devaluación del peso, tipo de cambio inestable y altos niveles de desempleo.

La política monetaria se orientó a satisfacer la demanda del sector público y a reorientar el crédito al sector privado, con objeto de mantener las tasas de interés, para fomentar el ahorro y la inversión.

En general, durante el periodo observado, 1970 a 1976, podemos concluir que la política monetaria en México tuvo un carácter restrictivo determinado por la política fiscal respecto al financiamiento del gasto público. La complementariedad de la política monetaria y la política fiscal condujeron a una contradicción de estas, reflejada en el crédito al sector público. Dicha contradicción condujo a una contradicción más en el terreno de la política monetaria dándole un carácter restrictivo respecto al financiamiento al sector privado y un carácter expansivo respecto al sector público. Como consecuencia de lo anterior, se observó un elevado crecimiento en el gasto público y en el déficit presupuestal, por lo cual fue necesario incrementar el financiamiento del gobierno, el cual se originó del Banco Central complementado con recursos externos y financiamiento interno. Lo que trajo como consecuencia la elevación del medio circulante, que desembocó irremediablemente en inflación.

La política monetaria durante 1977 a 1982, estuvo orientada a contener las presiones inflacionarias que se gestaron a raíz de la instrumentación de política económica, así como a impulsar la inversión privada a través del crédito productivo. La aplicación de la política monetaria y los instrumentos que de ella se aplicaron fueron diseñados durante el gobierno del presidente José López Portillo, a la estrategia de desarrollo instrumentada que contenía la superación de la crisis, la consolidación de lo alcanzado y un crecimiento sostenido y acelerado con inflación controlada.

• Banco de México, Informe Anual.

En este período, la política monetaria adquirió una mayor relevancia en la evolución de la actividad económica, teniendo como principal objetivo el reducir las presiones inflacionarias mediante estímulos al ahorro con mejores tasas de interés, ampliación de la oferta de crédito al sector privado, con objeto de contribuir a la recuperación de la economía y encauzar el desarrollo del país.¹⁰

En 1977 surgen como instrumentos de financiamiento del sector público los Petrobonos y los CETES. Cabe mencionar que los CETES fueron un instrumento muy importante de política monetaria para el control de la oferta monetaria.

Durante los primeros años de esta administración, la política monetaria estuvo determinada dentro de la etapa de superación de la crisis y la utilización de sus instrumentos fue moderado y acorde con la política económica restrictiva aplicada principalmente en el primer año. El financiamiento del gasto público se hizo con recursos no inflacionarios.

Se realizaron adecuaciones a las tasas de interés, estableciendo un mayor diferencial entre las otorgadas para depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera, ajustándolas con las tasas de interés internacionales. Lo anterior, trajo como resultado la modificación que sufrieron los pasivos del sistema bancario, que se elevaron de 23.6% ante el incremento en los denominados en moneda nacional a 35.0% en diciembre de 1977 y 1978, contra el 8.6% de los adeudados en moneda extranjera. De tal forma que la participación de estos últimos disminuyó de 43.2% del total en 1977 al 38.0% en 1978.¹¹

La política adoptada procuraba eliminar las condiciones preexistentes de incertidumbre y se encontraba apoyada por la exportación de petróleo. Así, pues, se elevaba la especulación de capitales que pudieran incidir sobre el tipo de cambio.

Lo anterior se tradujo en una repatriación de capitales, mismo que se refleja en la evolución de los pasivos bancarios. Al integrarse todos estos fenómenos: financiamiento, estructuración de pasivos, tasas de interés y tipo de cambio, incidió en el crecimiento del medio circulante.¹²

El crecimiento del medio circulante fue producto básicamente, de una política económica expansiva durante los años de 1979 y 1980, que a través del gasto público impulsó la demanda agregada, las presiones que la demanda agregada ejercía sobre la oferta, fueron más allá de

¹⁰ IDEM

¹¹ IDEM

¹² IDEM

provocar un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que una forma de disminuir la inflación era orientar la demanda hacia el exterior. Algunas de las medidas que se tomaron fueron liberar el comercio exterior, reduciendo los aranceles a las exportaciones y eliminar los permisos previos de importación, lo que dio como resultado que las importaciones se incrementaran no solo en productos que el país no ofrecía sino también en aquellos que resultaban más baratos en el exterior. Los años de 1979 y 1980 conformaron la fase de consolidación, determinantes por la situación que observó la economía y marcaron una etapa estratégica para la economía nacional en el gobierno de López Portillo. En 1979, se siguieron las mismas tendencias que en 1978, tratando de contener la inflación sin reducir la disponibilidad de crédito. La captación del sector bancario creció 31.2% y 35.6% en estos años respectivamente, observando un mayor nivel de recuperación en los pasivos, en moneda extranjera que para estos años crecieron en 28.3% y 29.1%, respectivamente, aportando el 37.1% del total en 1979 y 35.3% en 1980.¹⁵

Con el propósito de favorecer la captación bancaria y reducir la dolarización de los pasivos bancarios, la Banca Central, instruyó un mejor manejo de tasas de interés aplicando revisiones semanales en gran parte de los instrumentos de captación de corto plazo y revisiones periódicas o mensuales a los instrumentos de largo plazo.

Se trató de fortalecer al Sistema Financiero, con el fin de impulsar la actividad económica, cuyo apoyo se observó además en la dinámica del gasto público, así como en el auge de las exportaciones provenientes del petroliero, que captó una fuerte entrada de divisas.

En el año de 1981 observamos que comenzó con un crecimiento acelerado, que se había venido observando durante los últimos tres años, el PIB creció en 8.1% en este año. La política económica seguía impulsando el crecimiento, sustentado en el uso del gasto público, apoyando a los sectores de energéticos y alimentos. La política monetaria continuó en este año con las mismas tendencias que en los años precedentes, solventar el financiamiento al sector público, principalmente al gobierno federal y contener la inflación a través del control del crecimiento de los agregados monetarios. (ver Gráfica D)

Por otro lado y como una medida de política monetaria, cuyo objetivo era disminuir la dolarización de la economía y los pasivos bancarios, se aplicó una política de tasas de interés flexibles, adecuándolas para mantener el diferencial que las hiciera más atractivas en relación al

¹⁵ : IDEM

mercado internacional, sobre todo para los instrumentos de depósito a plazo que permitían reducir la liquidez de la economía. Con lo anterior, los pasivos bancarios se incrementaron en 1981 a una tasa de 53.7%. Destaco el incremento en los pasivos en moneda extranjera que lo hizo en 63.7%, con respecto al 46.3% de la captación en moneda nacional. Lo cual permitio una relativa mayor capacidad de financiamiento al sector público y privado, promoviendo la inversión productiva, en productos de primera necesidad, por lo que se dio en este año un gran apoyo a los fondos de fomento creando el Fondo de Fomento a los Productos Básicos.

La oferta monetaria creció en este año a una tasa de 49.8% y el medio circulante se incremento a una tasa de 32.8%, lo cual refleja la acción de las tasas de interés para la colocación de pasivos.

A lo largo de todo el sexenio, la tendencia de la política monetaria fue tratar de mantener bajo su control el crédito, de tal manera que no ocasionara presiones sobre la demanda que redundara en inflación.

A principios de 1982, la política económica estuvo orientada a continuar con el programa de crecimiento económico con inflación, cuya política monetaria sustentaba el financiamiento al sector público sin contraer la capacidad de crédito al sector privado. Sin embargo, este año se convirtió en una de las peores crisis de la historia de la economía mexicana, crisis originada entre otras causas por las elevadas tasas de interés en los mercados internacionales y la caída en los precios del petróleo, acompañado con un fuerte crecimiento de PIB, que tuvo su manifestación en un desequilibrio externo de la balanza comercial y en un aumento en el déficit fiscal.

Los instrumentos de política económica se abocaron en una primera etapa a estatizar la banca privada y se estableció el control de cambios, como medidas para enfrentar la escasez de divisas. Más adelante, comenzaron los cambios estructurales con el propósito de lograr el equilibrio en las finanzas públicas. A partir de ese momento el gobierno adoptó nuevas formas de política económica (modelo neoliberal) consistentes en el saneamiento de las finanzas públicas mediante la mejoría en la captación de impuestos y la desincorporación de empresas y organismos públicos, en las que destaca la privatización de la banca comercial y de los servicios telefónicos. Además, se inició una pronta apertura comercial, orientada a incentivar el aparato productivo interno mediante la competencia internacional.

Con el gobierno de Miguel de La Madrid se proponía un Programa Inmediato de Coordinación Económica, que integraba un mejor manejo de las finanzas públicas y la reactivación de la economía.

1.2. Características y Naturaleza de la Política Económica 1982-1987.

La nueva administración de Miguel de la Madrid recibió el poder dos meses después de nacionalizada la banca, con menos de 900 millones de dólares en caja y bajo condiciones de una moratoria precaria. El discurso oficial estableció que el país estaba sufriendo un desamoste de caja, un problema financiero. No había crisis de ninguna especie ni existía imposición u orientación alguna del FMI en la gestión económica del país.¹⁴

Los problemas del país se observaban en el desequilibrio de balanza de pagos y presupuestal, en la inflación, en la pérdida del crédito externo y de la confianza interna de los inversionistas, las dificultades eran principalmente monetarias y financieras. Se reconocía, por otro lado, la existencia de problemas estructurales que consistían básicamente en la incompetencia de la producción nacional interna y mundial. Cuyas causas se vislumbró fueron la gran protección industrial y el impedimento al juego mercantil como mecanismo de asignación de recursos y de presión para el avance tecnológico y de la productividad. Ante este panorama, el nuevo gobierno anunció que se tendrían los siguientes dos años de esfuerzos y austeridad para arreglar los asuntos internos y para negociar cambios en la estructura de la deuda externa, así como nuevos créditos. En 1985 el país estaría ordenado en lo esencial y se harían los cambios estructurales para posicionarnos en la estabilidad y crecimiento durante los años de 1986 y 1987.¹⁵

Se instrumentaron una serie de programas y planes estratégicos.¹⁶

- Enfrentar los problemas inmediatos de desajustes, desequilibrios y distorsiones, incluyendo la inflación, que remiten a la esfera financiera, monetaria y cambiaria, para poder adentrarse a la negociación de la deuda externa para asegurar una reestructura de pagos por servicio de la deuda, con objeto de permitir sostener la economía sin drásticos cuellos de botella ante el pago inmediato por este concepto.
- Lograr la recuperación de la actividad económica, adecuando la economía para la operación plena de las relaciones del capitalismo competitivo, preparando el terreno para estimular la iniciativa privada para retomar el liderazgo en el crecimiento económico.

¹⁴ Saldívar, Amencio, López Díaz, Pedro, Hernández, Ma. Luisa, *Estructura Económica y Social de México*, (compiladores), *La crisis en los 80's y sus consecuencias sociales*, De la Peña, Sergio pp. 247

¹⁵ IDEM pp. 247, 248

¹⁶ IDEM pp. 248,249

- **La reconversion industrial dentro de condiciones de equilibrio y con estructuras saludables que hicieran posible un crecimiento sostenido.** Se orientaba a disminuir el peso y presencia del Estado y en el saneamiento de las finanzas públicas. Se preveía que la participación de la inversión extranjera tuviera una mayor presencia en nuevos campos y bajo condiciones menos restrictivas para que jugara un papel de complemento financiero, de aportadora de tecnología y de contribución para elevar la capacidad de exportación.
- **Pagar intereses y amortizaciones de la deuda externa a toda costa,** tomando forma en el ajuste de las estrategias para con el exterior, llámese de relaciones financieras o de la política de tasa de cambio, de exportaciones financieras o de la política de exportaciones o de importaciones. Observando la satisfacción de los actores externos para disponer de nuevos fondos y de exportar lo más que se pudiera y reducir las importaciones para contar con la máxima capacidad de pagos.

Programa Inmediato de Reordenación Económica 1983-1984 - PIRE
PIRE

El objetivo de este programa era básicamente recuperar la estabilidad en un plazo de dos años. Estabilidad referida a controlar y abatir la inflación, el desequilibrio presupuestal y el déficit externo. Se trataba de reducir la inflación en una tercera parte en estos dos años. A la par, el déficit público en relación al PIB se reduciría en 1984 a una tercera parte del de 1982 y el déficit externo al cincuenta por ciento.

Principales Medidas para alcanzar los objetivos previstos.

1. Recorte del gasto público, disciplina y eficiencia en su administración, aumento de los ingresos públicos a través del incremento al IVA y la elevación de los precios y tarifas de bienes y servicios aportados por el sector público a fin de eliminar o contraer los subsidios.
2. Estimule al ahorro interno para sustituir las necesidades del ahorro externo por medio de la elevación de las tasas de interés.

¹ - IDEM pp. 249, 250

3. Ajuste en el control de cambios y en la paridad para conformarlos más realistas y funcionales. Desalentar las importaciones y estimular las exportaciones

El análisis del PIRE parte de la convicción de que el mercado debe asignar los recursos para establecer el equilibrio y no el Estado. Donde el ordenamiento puro lo establecerían las fuerzas del mercado, de aquí que la liberalización del mercado fue un punto crucial del PIRE, proponiendo la sustitución de permisos previos a las importaciones por aranceles y la reducción de los mismos, propone austeridad y moderación en los ajustes salariales, evitando incrementos por arriba de la inflación.

Plan Nacional de Desarrollo 1985-1988¹⁴ (PND)

Los objetivos que el PND persiguió fueron:

- Conservar y fortalecer las instituciones democráticas, la reforma electoral de 1986, el cambio en el sistema judicial, la moralización de la policía y el establecimiento de mecanismos y sistemas de control.
- Vencer la crisis. Lo cual no fue posible debido a los desastres vividos por un lado por el terremoto de 1985 y, por otro, el "choque petrolero" por la caída de los precios de los hidrocarburos en el mercado mundial. Lo cual obligó a reconsiderar las metas y mecanismos del PND lo que sentó las bases para la creación del Programa de Aliento y Crecimiento como complemento del PND. Originado en la escasez de recursos para importar y para sostener el crecimiento. Con todo esto permaneció y agudizó la política de contracción de la demanda.
- Recuperar la capacidad de crecimiento. Frente a los acontecimientos del choque petrolero, se requirió de un ajuste mayor en cuestiones de política monetaria y fiscal para abatir la inflación y fue necesario compensar la caída del ingreso público con un aumento del gasto deficitario a base de crédito interno.
- Cambio estructural. El objetivo de desatar las fuerzas del mercado se persiguió a través de la contracción del aparato para-estatal y del gasto público que también perseguía anular el déficit. El Ingreso de México al GATT a finales de 1985 se destaca como uno de los mecanismos propios de ajuste de la economía para la competencia mundial.

¹⁴ IDEM pp. 251

El PND observa el problema de la desigualdad en la distribución del ingreso, por lo cual el primer criterio que se destaca son los fines que tendría la política económica y la redistribución del ingreso. Otros son la modernización de la planta productiva industrial, agropecuaria y de servicios tendiente a elevar la competitividad hacia afuera e integrar el aparato productivo. Así como los criterios de mantener la rectoría del Estado sobre la economía, impulsar a los sectores social y privado y mejorar el nivel de vida de la sociedad.

Las medidas principales para lograr los objetivos trazados fueron la orientación de la producción a la exportación a través de estímulos con lo que se resolverían los desequilibrios del aparato productivo. El ahorro interno se enfrentaría con elevación de las tasas de interés para auspiciar el ahorro y se incrementaría el ahorro público a través de la reducción del gasto y el aumento del ingreso público. Todo lo anterior produciría una balanza favorable con el exterior en virtud de que el desequilibrio externo es causado principalmente por el desajuste financiero del sector público.

Uno de los puntos centrales que dentro de la política económica sobresale, es el manejo y ajuste de precios. Por un lado, se trataba de que los precios relativos internos y externos resultaran favorables para poder impulsar las exportaciones y desestimar las importaciones y, por lo tanto, auspiciar una nueva forma de sustitución de importaciones con producción interna. Respecto al mercado interno y la producción, se trataba de ajustar las relaciones de precios para eliminar subsidios, revertir la situación desfavorable entre los precios rurales y los urbanos para los productos agropecuarios y para combatir la inflación.

Se percibe al PND como un buen propósito de operar a la economía nacional como una empresa eficiente.

Programa Nacional de Fomento Industrial y Comercio Exterior 1984-1988¹⁶
(PRONAFICE)

El PRONAFICE se enmarca dentro del contexto del PND que parte de un análisis de los sectores de que se ocupa. Destacando que los desequilibrios en la industria y en el comercio exterior se deben fundamentalmente a las políticas equivocadas de administraciones anteriores: comercio exterior, excesivo proteccionismo, estructura industrial desequilibrada, sobreevaluación del peso, concentración geográfica de la planta industrial. Lo que trajo por consecuencia la des-sustitución

¹⁶ IDEM pp. 252, 253 y 254

de importaciones, tendencias a la mono exportación, desorganización industrial, problemas en la generación de empleos y de concentración del ingreso, así como la distorsión de las relaciones de precios. El elevado proteccionismo incrementó artificialmente la rentabilidad de las industrias de bienes de consumo. Mismo que aunado con los subsidios, estimuló a los empresarios a recurrir a métodos de uso intensivo de capital que promovieron desocupación, incremento de las importaciones y la inhibición de las exportaciones.

En anáditura se encuentra la negociación de la deuda externa privada por el Estado y la conversión de pasivos en dólares a activos y su venta para reducir la carga de la deuda privada sobre las empresas. En adición la revalorización de activos y la depreciación acelerada. Con lo anterior se pretende resolver el conjunto de desequilibrios y distorsiones ya mencionadas y lograr un nuevo patrón de industrialización para la exportación. El PRONAFICE no fue tan atractivo para los inversionistas nacionales como se esperaba, ya que no se observaron las inversiones que se previeron, incluso la inversión privada tuvo ligeras recuperaciones en 1984 y 1985 que no lograron compensar las reducciones de 1983 y 1986. La estrategia del Programa era impulsar a toda costa a las exportaciones no petroleras, así como promover una política comercial e industrial eficiente. Por lo anterior, se promovió la canalización del máximo excedente al mercado interno, logrando un notable incremento en las exportaciones no petroleras, la mayor exportación de manufacturas supuso cambios importantes en otros casos y en otros la continuación de tendencias que ya existían desde finales de la anterior administración, reiteradas a los procesos de reconversión industrial mundial.

Otros Programas ²⁰

Con lo anteriormente expuesto se observa la urgente necesidad de atender las exportaciones y seguir impulsando la industria mediante instrumentos de política económica, con lo que en 1985 surge el Programa de Fomento a las Exportaciones (PRODEX) que en su base sustenta los objetivos del PND y del PRONAFICE pero que en algunos aspectos propone instrumentos diferentes.

Para poder enfrentar los problemas del PRONAFICE se diseñó el programa de Reconversión industrial por parte de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, cuyo fundamento primordial es que la industrialización debería orientarse y casi reducirse al sector exportador. Su aplicación se conforma en la modernización de las parastatales, por lo que sobreesale el propósito

²⁰ IDEM pp. 254 y 255

de desincorporar las que no fueran prioritarias o estratégicas, modernizar el resto y promover el empleo en ellas, transformarlas tecnológicamente, estimular las exportaciones y transferir a poderes locales las empresas que sean de su interés. A principios de 1983 se comenzó con el proceso de desincorporación, clausura, liquidación y consolidación de empresas paraestatales que se consideraron no prioritarias.

Otro aspecto de política económica es el relativo al trato de la inversión extranjera directa. En octubre de 1983 se convirtió el Departamento de la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial que controlaba los permisos a las inversiones extranjeras en Subsecretaría de Regulación de Inversiones Extranjeras y de Transferencia de Tecnología con funciones de regulación y promoción en estos aspectos dentro del PSD. Desde finales del año en cuestión se instrumentó que las plantas automotrices generaran a través de las exportaciones las divisas necesarias para sus importaciones, lo que más adelante se extendería en otras ramas y empresas extranjeras. A cambio del balance externo por planta que estimulaba las exportaciones se dieron facilidades para la introducción de cambios tecnológicos.

El Programa de Aliento y Crecimiento²¹ (PAC)

El nacimiento del PAC surgió ante la necesidad de aplicar nuevos ajustes a la política económica ocasionados por el efecto en la caída de los precios internacionales del petróleo y por el problema de la deuda externa ya que no se podían cumplir los compromisos contraídos. El PAC tenía como propósito fundamental buscar el desarrollo con estabilización, como lo señaló Gustavó Petricoli. Fundamentalmente este programa tenía como objetivo primordial crear las condiciones necesarias para alcanzar una tasa de crecimiento moderada entre 1987-1988 con una estabilidad de precios. La aportación que tuvo este programa fue condicionar el pago de la deuda al crecimiento, ya que fuera de ello en relación con los otros programas no representó ningún cambio sustancial.

La formulación de política económica para 1987 reconocía las expectativas inertiales, afirmando que las causas que originaron la inflación durante el periodo comprendido entre 1982 a 1986 eran diferentes. La inflación vivida en 1982 estuvo originada por un déficit fiscal excesivo, cuyos requerimientos financieros eran mayores a las fuentes internas y externas disponibles. Posteriormente se argumentaba que en los últimos años se habían corregido los

²¹ Bazdresch, Carlos, Bucas, Susa, Lucea Soledad y Lustig Nora (compiladores). *México: Auge Crisis y Ajuste*. 73**, FCE México 1992, pp. 76 y 77.

desequilibrios en las finanzas publicas y que por lo tanto estos habian dejado de ser el elemento exclusivo que generaba presiones inflacionarias, por lo que la inflacion que pudiera prevalecer entonces para 1986 se calificaba como de naturaleza exclusivamente mercial.²²

Pacto de Solidaridad Economica 1987 (PSE)

Surgido el 15 de diciembre de 1987, donde el presidente de la Republica y los representantes de los sectores obrero, campesino y empresarial firmaron el PSE. Como a los instrumentos del Pacto el gobierno reforzo las medidas de politica de ingresos y gastos para fortalecer las finanzas publicas y poder cumplir con los compromisos planteados, cuyo principal proposito era alcanzar un superavit primario de 8.7% del PIB para 1988 para poder financiar sus gastos con medios no inflacionarios.²³

1.3. Caracteristicas y Manejo de la Politica Monetaria 1982-1987.

Retomando los sucesos presentados durante el periodo 1982 a 1987, de acuerdo con Pedro Aspe, tenemos que Mexico enfrento un deterioro muy significativo en terminos de intercambio, lo que se reflejo en la disminucion del nivel de vida de la poblacion, en cuestion de politica economica respecto al exterior, no solamente se dio en el ajuste a las finanzas publicas en el corto plazo, sino que se dieron acciones de desincorporacion de empresas y apertura economica y proteccion en la planta productiva y del empleo en el gasto social con el objeto de proteger el nivel de vida de los sectores con menor ingreso. El gran esfuerzo en este periodo consistio en ir creando las "precondiciones" para que un programa de estabilizacion de la inflacion como el Pacto pudiera tener el exito deseado. Tales "precondiciones" que supuestamente debieron estar preparadas en 1986 se vieron abortadas por la fuerte caída en los precios del petroleo de tal suerte que no fue sino hasta 1987 cuando se pusieron en practica tales metas. La crisis de 1982 concebida como la mas grave de la historia, los desequilibrios en el presupuesto y la cuenta corriente, con falta de ahorro externo y el deterioro del intercambio comercial marcan un colapso cambiario y el inicio de un periodo con alta inflacion y estancamiento economico. Para poder enfrentar esta situacion el gobierno de De la Madrid en 1983 instituyo el PIKE, cuyo proposito era corregir las finanzas publicas y sentar las bases para la recuperacion mas sana en el mediano plazo, efectuando

²² IDEM pp. 77 y 78.

²³ Aspe, Pedro, "El Camino Mexicano de la Participacion Economica", FCL 1993, pp. 29.

recortes en el gasto público e incrementando los precios y tarifas del sector público. Estas acciones permitieron avances significativos en materia de reducción de los déficit primario y operacional, sin embargo debido a la persistencia de la inflación los requerimientos totales de financiamiento continuaron siendo altos en proporción al PNB.²⁴

Entre 1983 y 1985 el superávit primario aumentó en 11.4% del PIB y el operacional lo hizo en 5.2% de tal forma que al finalizar el año de 1985 el presupuesto corregido por inflación estaba equilibrado.

El terremoto de 1987 y la caída del mercado internacional del petróleo en 1986 afectaron en buena medida la situación económica nacional, complicando el control de las finanzas públicas a fines de 1985. Para poder hacer frente a la situación que prevalecía en nuestro país se modificó el programa económico aplicando medidas de ajuste presupuestal, así como la venta y liquidación de empresas.

En cuanto a política monetaria se refiere, se optó por seguir con la restricción en el crédito y el manejo flexible del tipo de cambio. A partir de la segunda mitad del año se estableció una nueva estrategia en cuanto a renegociación de la deuda externa, adecuaciones fiscales que dieron la posibilidad de restituir la capacidad de recaudación tan golpeada por la inflación.

A partir de 1984 y como medida antinflacionaria se decidió reducir la tasa de devaluación del tipo de cambio normal. La inflación descendió paulatinamente afectando las exportaciones manufactureras principalmente durante los primeros seis meses de 1985, reconociéndose que un programa de estabilización gradual no podría mantenerse por más tiempo sin crear las condiciones para una crisis más profunda. Desde 1985 el gobierno planteaba como principal objetivo la aceleración del ritmo de deslizamiento y la acumulación de reservas internacionales que permitirían garantizar la estabilidad del tipo de cambio y la ampliación del superávit primario.

Haciendo una comparación entre las crisis petrolera de 1986 y la de 1982 se detectan algunas consecuencias favorables de las políticas de cambio estructural, específicamente en materia financiera. Como por ejemplo, fue posible en 1986 que el mercado de dinero respondiera al deterioro en los términos de intercambio con mayores tasas de interés, lo cual no fue posible en

²⁴ Bazdresch, Carlos, Bucan, Nisse, Lizette Soledad y Justip Nora (compiladores). México: Aige, *Crisis y Ajuste*, 1987. F.C.E. México, 1992, pp. 74 y 75.

1982. A lo cual se suman los efectos de la apertura comercial en bienes intermedios y la corrección del tipo de cambio real desde el año de 1985, el cual dio lugar al fortalecimiento de las exportaciones no manufactureras.²⁷

La recuperación económica se observa durante los tres primeros meses del año de 1987, sin embargo no fue posible continuar con el camino hasta aquí obtenido, ya que como consecuencia de la caída de la Bolsa de Valores de Nueva York y centros financieros de gran importancia, así como por el mal manejo que se dio dentro del mercado de valores en México, así como la incertidumbre generada por el colapso bursátil mexicano y la merca inflacionaria de 6% mensual desembocaron en una grave fuga de capitales que terminó con la devaluación de noviembre de 1987, cuyo efecto inflacionario previó una hiperinflación en nuestra economía. Ante tal situación se tuvo que crear un programa de estabilización más congruente con la situación económica de nuestro país. Donde se previó que lo fundamental era corregir las finanzas públicas y la realineación del tipo de cambio, necesario esto para poder comenzar con un programa de estabilización que pudiera dar buenos resultados. Por lo anterior se crea el Pacto de Solidaridad Económica.²⁸

El 15 de diciembre de 1987 se estableció el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), mediante el cual el sector obrero moderó sus peticiones de incremento salarial, los campesinos aceptaron mantener sus precios de garantía al valor real de ese año y los empresarios entendieron el reto de aumentar la productividad y eficiencia para competir en el mercado mundial, ante la política de apertura comercial.

En base a lo anterior se hizo necesario delimitar objetivos básicos para procurar la estabilidad interna, entre los que se observan la disminución de la inflación, el crecimiento de la economía y la recuperación de la capacidad real de compra del salario, así como la erradicación de la pobreza extrema y el mejoramiento de la distribución de oportunidades. No obstante, el propósito central del gobierno siempre ha sido el de reducir la dinámica de los precios.

El PSE tuvo 2 etapas. En la primera se combinaron el ajuste fiscal, la realineación de precios relativos y la protección del poder adquisitivo del salario, con una política monetaria y cambiaria dirigidas a contener el crecimiento del nivel general de precios. A partir de la segunda fase y a medida que fue consolidándose el programa, fue posible garantizar la estabilidad de precios públicos, los salarios y el tipo de cambio durante periodos cada vez mayores, al tiempo que

²⁷ - IDEM pp. 77

²⁸ - IDEM pp. 78, 83 y 84

según avanzando las acciones de cambio estructural de las finanzas públicas y el comercio exterior.

Se observa que justamente después de la puesta en marcha del PSE, las tasas reales aumentaron significativamente, lo cual se podía atribuir a que por un lado las tasas de interés podrían ser elevadas porque el descenso esperado en la inflación y la consiguiente reducción en el impuesto inflacionario provocan un aumento en la demanda de saldos en pesos, de tal forma que para una oferta monetaria fija se produce un exceso de demanda de dinero cuando la tasa de interés nominal y real no cambia. Así, pues, cuando el aumento en las tasas refleja un exceso en demanda de dinero una política monetaria restrictiva no solo es indispensable sino que podría provocar una recesión sin necesidad de ello. Por otro lado, las altas tasas podrían ser reflejo de la prima por riesgo cambiario que debe pagarse cuando existe incertidumbre en el programa. En tal caso una política monetaria expansionista se traduciría en fuga de capitales. El reto en materia de política monetaria consistiría entonces en encontrar una acción que permitiera al mismo tiempo evitar el estrangulamiento crediticio y el colapso cambiario. La distribución en los plazos de la deuda pública durante las primeras semanas del pacto era una clara señal de un problema de expectativas, lo que apuntaba en dirección a una política monetaria prudente. Mientras que el aumento en los plazos era una señal de la posibilidad de reducir las tasas mediante una moderada expansión del crédito en parte con la esterilización parcial de la cuenta de capital. Así, pues, ante las fechas límite y la persistencia del problema de la deuda aunado con el efecto de la apertura y la recuperación en la cuenta corriente y las reservas, creó ciclos de gran especulación que desaparecían cada vez que el pacto se renovaba. En esta situación, la intermediación financiera puede darse solo con instrumentos que otorgaran la flexibilidad necesaria en términos de plazos y tasas. La demanda de estos instrumentos se observa en el cambio en la composición de la captación bancaria, así como en el rápido crecimiento en el mercado de papel bursátil. Como resultado de una política monetaria prudente a partir de los últimos tres meses de 1988, en la medida en que la actividad económica empezaba a recuperarse, el crédito fiscal del sistema financiero respondió adelantándose a los aumentos en la demanda de fondos prestables sin que ello se reflejara en presiones cambiarias.

Como se puede observar, la Política Monetaria, estaba orientada a aplicar una tasa de interés flexible que se incrementaría a principios de 1988, y como consecuencia de la disminución en los requerimientos de financiamiento del sector público y de la baja en la inflación, esta tendería a disminuir en los próximos años. Acompañado con lo anterior se aplicaría una política crediticia restrictiva para la banca comercial y de desarrollo, con el fin de reducir cualquier exceso de liquidez que pudiera terminar en inflación. El propósito fundamental de la política crediticia fue

lograr un control en la demanda agregada y de la cuenta corriente con el objeto de evitar un déficit. De tal forma se buscaba coadyuvar en el corto plazo a la inmediata desinflación y al mejoramiento de la balanza de pagos. Así pues se observa como la reducción del crédito bancario para el sector privado intentaba limitar el poder de compra y desalentar el consumo y la acumulación de inventarios. La política monetaria iba encaminada a controlar la base monetaria a través del crédito del Banco Central.

CAPITULO II

II. CARACTERISTICAS DE LA POLITICA ANTIINFLACIONARIA 1988-1995.

II. 1. Los lineamientos de Política Económica y Estrategias del Gobierno 1988-1995

Antes de adentrarnos en los lineamientos de política económica, es necesario reseñar las características que conllevan a una política antiinflacionaria. Es bien sabido que la inflación reduce el valor real del ahorro y produce dificultades en gran número de individuos; el mantenimiento de un nivel razonable de precios estable es una de las metas que la sociedad parece haber aceptado como deseable.

Inflación: Aumento general en los precios de los bienes y servicios. El término también se refiere a un aumento de dinero mayor al que realmente demanda el mercado. Ahí se origina la palabra "inflar" el medio circulante y el alza de los precios, una consecuencia de la inflación.²⁵

Se estima que la política monetaria es más efectiva para remediar perturbaciones a corto plazo, tales como deflaciones o inflaciones breves, también es algo efectiva en detener una inflación que en promover un resurgimiento después que una deflación ha ocurrido. La política fiscal puede operar con retrasos considerables y aunque es una arma mucho más poderosa que la política monetaria, puede resultar difícil de manejar si se aplica a perturbaciones de corta duración. Ambas políticas, monetaria y fiscal, dependen de la excelencia en pronosticar los futuros eventos económicos. Obligaciones del Gobierno, a mayores tipos de interés y a vencimientos más largos.²⁶

Desde 1985 países en desarrollo como México se dieron a la tarea de buscar alternativas a los programas de estabilización no ortodoxos convencionales de ajuste de la demanda agregada; se introdujeron medidas de política de ingresos en adición a las políticas fiscal y monetaria con objeto de detener una inflación alta y persistente. La aplicación de estos programas no ortodoxos parte de la premisa de que las políticas monetarias y de gasto público no son capaces de reducir la

²⁵ Cole Julio H. *Dinero y Banca*. DIANA, México: 1992 pp. 13.

²⁶ Singer Levitt P. *Economía Simplicada (Economía más simple que nunca)*. 1982 pp. 117.

inflación y evitar, al mismo tiempo una profunda recesión. Pedro Aspe señala que "para lograr una estabilización exitosa es necesario corregir la inercia de la inflación y la debilidad de los sistemas económicos".²⁸

Cabe hacer referencia al significado mercantil de la inflación, mismo que se presenta cuando los agentes económicos se anticipan a una inflación, misma que es traída al presente especulando en el futuro, con antecedente en un proceso inflacionario del pasado.²⁹

La crisis vivida en el año de 1987 demostró que ya no era posible continuar con un programa de desinflación gradual, dada la carga de una deuda pública excesiva, y sin contar con un nuevo financiamiento externo, las políticas puramente ortodoxas habrían requerido una recesión profunda para romper las prácticas de fijación mercantil de los precios. Por lo que en 1988, se emprendió un programa de estabilización para la reducción drástica de la tasa de inflación.³⁰

La inflación y los Factos.

Los principios del pacto para la estabilidad, la competitividad y el empleo (PECE), cuyo objetivo fundamental es el de alcanzar una inflación de un dígito, parecen estarse cumpliendo como reflejo de la consolidación de una serie de medidas puestas en marcha desde 1987, cuando la economía no pudo soportar el movimiento especulativo internacional, en detrimento de las expectativas de mediano plazo.

Esta situación combinada con una política de estabilidad cambiaria, con apoyo en la restricción crediticia y fiscal como en las elevadas reservas del instituto central y respaldada con la disciplina ejercida sobre los precios internos por una mayor competencia externa y con una estructura apropiada de precios relativos, habría de propiciar que los sectores de la economía fijaran sus precios en un contexto de expectativas inflacionarias.

Básicamente el plan se enfocaba a reducir el déficit fiscal y eliminar su financiamiento por el Banco central. El programa de estabilización no solo establecería las condiciones necesarias para la

²⁸ "El camino mexicano de la transformación económica", FCE 1992, pp. 14.

²⁹ Jarque, Carlos M. y Teller, K., Lucas, Presentación de Kudriger Dormbush "El combate a la inflación" 1992 pp. 32.

³⁰ Brothers, Dwight y Solís Leopoldo (compiladores) "México en Búsqueda de una nueva estrategia de desarrollo" 74 FCE, México 1992 pp. 312.

liberacion del sistema financiero, sino que esta liberacion contribuia tambien a un programa mas amplio de estabilizacion

Durante 1989, se continuo el programa de estabilizacion, no obstante se hacia necesario extender el proceso de liberacion financiera. Es asi como el sostenimiento de un tipo de cambio nominal y tasas de interes flexibles se hacia necesario, en apoyo a un tipo de cambio, que fue el ancla nominal del programa de estabilizacion. Se hablaba de que los bancos podrian operar con beneficio, contando con la libertad de invertir sus recursos en los sectores mas rentables y ajustar las tasas de interes para atraer depósitos. Sin embargo, dado que a raíz de la nacionalizacion el gobierno se encontraba en la posesion de ser a la vez propietario y regulador de la competencia entre intermediarios financieros, se deberia sustituir a la regulacion en la determinacion de la participacion de los bancos en el ahorro financiero. Debiendo estar los bancos sujetos a las regulaciones necesarias para facilitar la eficiencia del mercado y asegurar la solidez institucional.

En 1990 la estabilidad de los precios y el aumento continuo de la inversion siguieron siendo los objetivos prioritarios de la politica economica, cuya estrategia economica fue el fortalecimiento de la eficiencia del aparato productivo, actuando en la redefinicion de la participacion del estado en la economia, un papel mas significativo de los mercados en la asignacion de los recursos economicos, la apertura de la economia a la competencia del exterior y la concertacion social. Por otro lado fue necesario lograr una renegociacion adecuada de la deuda publica externa para ampliar la disponibilidad de recursos para la inversion.³²

Para lograr una mayor eficiencia general de la economia se dio un papel relevante a los mercados en la asignacion de los recursos. Esto se consiguio a traves de la menor participacion del estado como propietario de empresas, que en muchos casos se habian vuelto una carga para el erario federal; así como mediante una importante mejora de la calidad del marco regulador de la actividad economica. Durante 1990 el comportamiento de la economia estuvo influido por las medidas adoptadas en el contexto del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Economico, su desempeño se vio en la continuidad del proceso de saneamiento financiero y de cambio estructural del sector publico, la ejecucion del acuerdo de renegociacion de la deuda externa y la evolucion del mercado petrolero internacional. Entre los avances mas importantes en materia de

³² Mimeo Banco de México

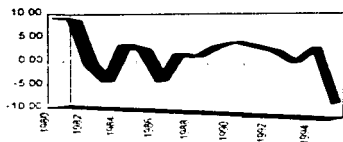
cambio estructural destacan las modificaciones legales necesarias para la reprivatización de bancos múltiples y la desincorporación de grandes empresas paraestatales.³³

Los grandes esfuerzos de cambio estructural aplicados desde mediados de los ochenta habían comenzado a rendir sus frutos. En 1990 la actividad económica tuvo el mayor ritmo de crecimiento de los últimos nueve años. De acuerdo con cifras preliminares del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), el valor del Producto Interno Bruto a precios constantes aumentó 3.9 por ciento, una tasa por encima de la registrada en 1989 (1.1 por ciento). A diferencia de lo ocurrido en 1988 y 1989, cuando el impulso a la actividad económica provino fundamentalmente del sector industrial y particularmente de la industria manufacturera, en 1990 el crecimiento se generalizó a los distintos sectores productivos. El dinamismo de la demanda agregada provino fundamentalmente del gasto privado en inversión y consumo. Una mayor confianza en la política económica y la mayoría de las expectativas respecto de la evolución de la economía en el mediano y largo plazos, crearon un clima propicio para la inversión privada.

Gráfica 2

³³ IDEM

MEXICO: Tasa de crecimiento del PIB
(1980-1995)



Fuente: Banco de México

Por otra parte, la confianza que prevaleció en la economía propició cuantiosas entradas de capital, aumentos en los activos financieros y disminuciones de las tasas de interés nominales y reales. Al término del año, el saldo a precios constantes del agregado monetario más amplio, M4, aumento 12.3 por ciento. Su proporción respecto al PIB alcanzó su valor más alto en la historia (44.1 por ciento).

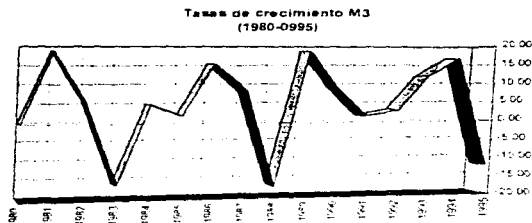
Gráfica 3

Tasa de crecimiento M1
(1980-1995)



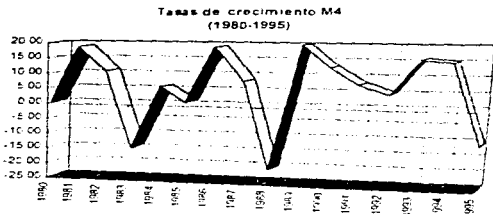
Fuente: Banco de México

Grafica 4



Fuente: Banco de México

Grafica 5



Fuente: Banco de México

El que se hayan podido conservar a lo largo de 1990, elevados niveles de ingreso de capital privado a pesar de la enorme variabilidad sufrida por el precio del petróleo, muestra la efectividad de la política económica ante las perturbaciones que en ocasiones sufrió el país. Su continuidad se manifestó en medidas tales como el ahorro del total del sobreprecio del petróleo registrado en ese año, la preparación de un presupuesto prudente para 1991, la creación de un fondo de

contingencia para enfrentar descensos en el precio del petróleo y el programa de cobertura de ingresos petroleros adoptado para reducir los efectos de esos choques.

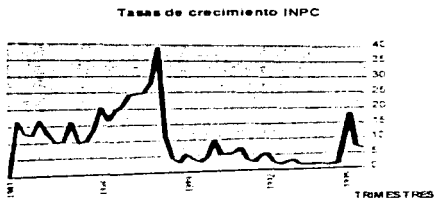
Durante 1991, al igual que en 1990, la perseverancia en el cambio estructural y el mantenimiento de una política macroeconómica tendiente al abatimiento de la inflación, sustentada en la profundización del saneamiento fiscal y en la contracción del crédito del banco central, fueron las variables que determinaron el rumbo de la economía en 1991. Dichas políticas conyugaron a la consolidación de la confianza en la posibilidad de preservar un clima de creciente estabilidad macroeconómica, a la vez que mejoraron las expectativas en cuanto a la productividad de la inversión en México. Ello, no obstante el desfavorable entorno externo que tuvo que afrontar el país a lo largo del año.

La congruencia de la política económica al proporcionar un marco macroeconómico de estabilidad, redujo la posibilidad de perturbaciones internas y fortaleció la capacidad para enfrentar las de origen externo, todo lo cual se tradujo en una mayor seguridad en cuanto a la obtención de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión. La más alta productividad del capital, la credibilidad en la política económica y la expectativa de que la mejoría económica que se había observado se mantendría en el mediano y largo plazos, lo que explica las cuantiosas entradas de capital privado registradas en 1991.³⁴

Durante 1991 se avanzó sustancialmente en el control de la inflación. De diciembre de 1990 a diciembre de 1991, el Índice Nacional de precios al Consumidor aumentó 18.8 por ciento, cifra que se compara favorablemente con la tasa de 29.9 por ciento del periodo inmediato anterior y que representa la variación anual más baja desde 1979 como puede observarse en la gráfica 6. Esto fue posible gracias a la consolidación del saneamiento de las finanzas públicas y a una política monetaria prudente. En un marco de confianza y expectativas favorables, tales acciones hicieron posible que se redujera la inercia inflacionaria. Asimismo, en los últimos dos meses del año, los precios reflejaron los ajustes a la baja derivados de la disminución del IVA del 15 al 10 por ciento.

³⁴ IDEM

Gráfica 6



Fuente: Banco de México

Las finanzas públicas se sanearon, lo que permitió disminuir la deuda del sector público -tanto interna como externa- en relación con el tamaño de la economía, y se aplicó una política monetaria tendiente a la estabilización de los precios. Además, se profundizó la política de cambio estructural orientada a mejorar la eficiencia del sistema económico. Cabe recordar entre los renglones más notables de avance en esta materia: la apertura de la economía a la competencia internacional, la liberalización del sector financiero, sin descuidar, sino reforzando, su estabilidad, la renegociación de la deuda externa, las reformas para modernizar la agricultura, la simplificación de la normatividad relativa a la inversión extranjera, así como también la redefinición del papel del estado en la economía. Esto último, al reducir su participación directa en las actividades productivas sin menoscabo de su función rectora. Además de los efectos de estas políticas en cuanto a mejorar la productividad y propiciar una más eficiente asignación de los recursos disponibles, las mismas seguirían contribuyendo a la reducción del ritmo de aumento de los precios internos. Todo ello, en respuesta a la finalidad de alcanzar una tasa de crecimiento económico satisfactoria y sostenible con estabilidad de precios que permitiera lograr niveles crecientes de bienestar para la población.

En 1992, dentro del marco de la política económica general, se perseveró en la ejecución de medidas orientadas a la profundización del cambio estructural a fin de inducir mayor eficiencia y crecimiento en el aparato productivo. La aplicación congruente de las políticas macroeconómica,

fiscal, monetaria y cambiaria, reafirmó el objetivo fundamental de reducir la inflación, como medio para lograr un crecimiento sólido a largo plazo.

En este año, la economía mexicana recibió un considerable flujo de recursos externos, resultado de la concurrencia de factores tales como: el juicio de los mercados sobre la política económica aplicada, la estabilidad macroeconómica alcanzada, expectativas optimistas de la sociedad respecto a la evolución de la economía en el mediano y largo plazos, y las nuevas oportunidades de inversión que se abrieron gracias al programa económico y a la necesidad de reconversión de la planta productiva. En 1992, las entradas de capital continuaron, no obstante la aparición de algunas circunstancias parecidas a las que en ocasiones pasadas desataron una crisis de confianza. Esto vino a ser una corroboración de la estabilidad adquirida por el proceso de transferencia de recursos del exterior, y cuyo efecto fue un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Se alcanzó el ritmo de crecimiento de la economía mexicana, como resultado de un entorno desfavorable y debido a efectos transitorios producidos por el cambio estructural. Entre los factores adversos que afectaron a México en 1992 caben destacar los siguientes: la debilidad de la actividad económica de los principales socios comerciales de nuestro país, lo cual incidió negativamente sobre el precio y el volumen de los bienes producidos internamente; los altopos en los índices de las bolsas de valores, tanto de México como del extranjero; la inquietud que se difundió entre los agentes económicos por la magnitud del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, aun cuando esa inquietud se derivó de un análisis insuficiente del fenómeno, y la revisión a la baja de las utilidades esperadas de las empresas. Asimismo, a lo largo del año algunos agentes económicos manifestaron diversos grados de incertidumbre con respecto a la aprobación definitiva del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y Canadá.

Se alcanzó la inflación más baja de los últimos diecisiete años. De diciembre de 1991 a diciembre de 1992, el Índice Nacional de Precios al Consumidor aumentó 11.9 por ciento. Esto fue posible gracias a la persistencia de los esfuerzos de saneamiento fiscal y a la aplicación de una política monetaria prudente. Al recuperar confianza en la política económica, dichas acciones favorecieron que disminuyera la inercia inflacionaria. El avance en el control de la inflación se logró, no obstante haberse profundizado durante el año el proceso de liberalización de los precios de las mercancías y servicios básicos. La flexibilidad de dichos precios permitió que en 1992 el abastecimiento de esos bienes fuera el mejor que se hubiera registrado desde 1986.

¹¹ IDEM

Para examinar el comportamiento de la inflación es conveniente revisar la variación de los precios de tres grupos de bienes: los de las mercancías con precios libres, que están muy ligados a los precios internacionales medidos en pesos de las mercancías correspondientes, tuvieron un aumento de 9.9 por ciento. Por su parte, los precios de los bienes y servicios que componen la canasta básica aumentaron 8.1 por ciento. En contraste con la evolución de los dos anteriores grupos de precios, los cuales registraron variaciones porcentuales inferiores a la del Índice General, los servicios libres aumentaron 17.7 por ciento. Los rendimientos de servicios cuyos precios experimentaron incrementos de mayor magnitud fueron las colegiaturas (34.4 por ciento), servicios médicos (25.0 por ciento) y rentas (14.5 por ciento).

Durante 1993, a fin de contribuir al control de la inflación el Banco de México continuó procurando reducir las presiones excesivas sobre el crecimiento de la oferta de base monetaria. Esta intervención se ejerció primordialmente a través de operaciones de esterilización monetaria que se realizaron para compensar, en forma parcial, la expansión de la base de moneda resultante de la monetización de los cuantiosos flujos de capital que recibe la economía mexicana del exterior a lo largo del año. El objetivo que se buscó fue un crecimiento equilibrado entre la oferta y demanda de base monetaria. Al igual que en años anteriores, los recursos acudieron al país atraídos por los rendimientos obtenibles en las inversiones tanto en el sector real como en instrumentos financieros. Asimismo, mediante el manejo de la política monetaria también se buscó suavizar los movimientos erráticos de las tasas de interés, sin interferir con ello las tendencias fundamentales del mercado. Los esfuerzos orientados al cambio estructural se reflejaron en una diversidad de ámbitos. Se sentaron las bases para una mayor eficiencia y competitividad del aparato productivo y para un marco institucional coadyuvante de la estabilidad macroeconómica.

En este año, por primera vez en los últimos 21 años, la tasa de inflación se redujo a un nivel inferior al 10 por ciento, con lo que se avanzó de manera significativa en el propósito de lograr que esa cifra no superara el ritmo de inflación de los principales socios comerciales de México. Así, de diciembre de 1992 a diciembre de 1993, el Índice Nacional de Precios al Consumidor aumentó 8 por ciento (11.9 por ciento en 1992), y el Índice Nacional de Precios Productor, sin incluir al petróleo crudo de exportación, lo hizo en 5.9 por ciento (10.4 por ciento en 1992).

En 1994 se suscitaron acontecimientos desfavorables en varios órdenes de la vida nacional e internacional que incidieron marcadamente en la evolución de la economía del país. En cuanto al ámbito nacional, graves eventos políticos y delictivos generaron un ambiente de gran incertidumbre que influyó adversamente en las expectativas de los agentes económicos del país y del exterior. Esta situación afectó negativamente la evolución de los mercados financieros y, particularmente, la del mercado cambiario, como se observa en la gráfica 7. A su vez, una contracción de los flujos de recursos financieros provenientes del exterior jugó un papel muy importante en la determinación del desarrollo económico del país.

No obstante lo anterior, en 1994 los fundamentos económicos del país dieron lugar a avances significativos en distintos renglones. Destaca la recuperación observada en la actividad económica, que vino acompañada de una menor inflación.

Durante ciertos lapsos de 1994, el país experimentó salidas de capital. Dicho fenómeno fue principalmente resultado de los adversos acontecimientos mencionados y de su consecuente impacto sobre las expectativas de los agentes económicos.

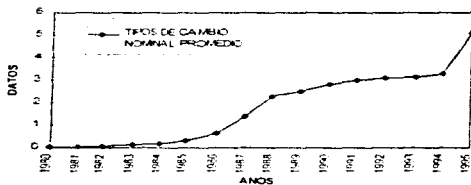
El uso simultáneo de los ajustes del tipo de cambio dentro de su banda de flotación, la elevación de las tasas de interés y la reducción de las reservas internacionales, junto con la sustitución de Cetes por Tesobonos, permitió amortiguar durante la mayor parte del año los efectos negativos de los traques hechos acaecidos y de las turbulencias de los mercados financieros del exterior. Sin embargo, la inusitada frecuencia y gravedad de los acontecimientos aludidos, dieron lugar a que las medidas adoptadas (idóneas para enfrentar perturbaciones transitorias), no resultaran suficientes para preservar la estabilidad económica.

AÑOS	TIPOS DE CAMBIO NOMINAL PROMEDIO
1980	0.02297
1981	0.02411
1982	0.02718
1983	0.13129
1984	0.18216
1985	0.31028

1986	0.63788
1987	1.40581
1988	2.28958
1989	2.48338
1990	2.83836
1991	3.01616
1992	3.09308
1993	3.1529
1994	3.25555
1995	5.0917

Cotización

TIPOS DE CAMBIO



Fuente Banco de México

En 1994 se alcanzó la inflación más baja registrada en el país en los últimos 22 años. El crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), medido de diciembre de 1993 a diciembre de 1994, fue de 7.3 por ciento. La moderada inflación de 1994 fue posible gracias a la concurrencia de los siguientes factores:

- a) la consolidación de la apertura comercial de la economía, que propició el rompimiento de situaciones monopolísticas y dio lugar a una mayor flexibilidad de la oferta de bienes y servicios.

b) la reducción de los márgenes en la comercialización de las mercancías importadas y, en consecuencia, en las producidas internamente, y

c) la aplicación de una política monetaria orientada a disminuir la inflación. Estos factores permitieron que la elevación del tipo de cambio dentro de la banda de flotación registrada de febrero al 19 de diciembre de 1994, no afectara mayormente al crecimiento de los precios. Por otro lado, el avance en el abatimiento de la inflación se logró sin recurrir a lo que se denomina represión de la inflación. Dicha práctica condujo a problemas de escasez de los bienes cuyos precios se sujetan a control. Así, en 1994 el nivel de abastecimiento de bienes básicos fue el más elevado que se hubiera registrado desde que en 1980 se inició la medición del índice respectivo.¹⁶

La estrategia económica que se sigue a partir de finales de 1994 puso especial énfasis en el abatimiento de las presiones inflacionarias. Sin embargo, eso no quiere decir que la reducción de la inflación se considere un fin en sí misma. Mas bien, es una condición indispensable, aunque no suficiente, para alcanzar objetivos más trascendentes, como la justicia social y el crecimiento económico acelerado y sostenible.

La devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre de 1994, combinada con los bajos niveles de reservas internacionales y la enorme y creciente movilidad que han adquirido los flujos internacionales de capital, volvieron conveniente la adopción de un régimen cambiario de flotación. Dado el esquema de flotación ahora en vigor en México, la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del instituto emisor. De ahí que el crédito interno neto juegue un papel preponderante en la formulación de la política del Banco de México y en la constitución de un ancla que, junto con el comportamiento del crédito externo del banco central, sujete la evolución de los precios. Al actuar sobre la base monetaria, el banco central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ellos, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

La estrategia económica seguida por México a partir de finales de 1987, ha puesto énfasis en el abatimiento de la inflación. Esta es condición indispensable, aunque no suficiente, para la consecución exitosa de objetivos más trascendentes, como el crecimiento económico sostenible con justicia social. La anterior premisa ha quedado plasmada en el párrafo sexto del artículo 28 constitucional y en la ley reglamentaria respectiva, en cuanto a que, a partir del 1º de abril de

¹⁶ IDEM.

1994, el Banco de México tenga como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para cumplir con este mandato, el Banco cuenta con la facultad de manejar autónomamente su propio crédito, lo cual puede definirse como la capacidad para determinar la política monetaria. Sin embargo, existe una amplia gama de factores que inciden sobre el proceso inflacionario y que el Banco de México no puede afectar directamente. De ahí la importancia de analizar el entorno en que se aplica la política monetaria. En particular, es indispensable considerar al régimen cambiario en vigor, pues, como sucedió en México en 1994, este puede condicionar fuertemente a la política monetaria.¹⁷

Durante 1995, la economía mexicana sufrió la crisis más severa ocurrida desde la década de los años treinta. La interrupción repentina de los flujos de capital del exterior hacia México a finales de 1994 e inicios de 1995, sumada a la consecuente devaluación de la moneda nacional, impusieron a la economía del país un ajuste doloroso pero inevitable. En este contexto, la tarea prioritaria de las autoridades fue procurar que dicho ajuste se llevara a cabo de manera ordenada y expedita, con el fin de conseguir dos objetivos básicos: disminuir los efectos de la crisis sobre el nivel de vida de los sectores más desprotegidos de la sociedad y crear las condiciones para que la actividad económica estuviera en la posibilidad de recuperarse en el plazo más corto posible. A fin de coadyuvar al logro de estos objetivos, las políticas fiscal, monetaria, comercial y salarial se concentraron en procurar una reducción rápida del impulso inflacionario causado por la devaluación. Cabe señalar que uno de los factores críticos que determinaron la estrategia específica adoptada, fue la débil situación del sistema financiero, resultado en buena medida del previo sobreendeudamiento de un número importante de familias y empresas mexicanas. Las políticas fiscal y monetaria se orientaron a crear condiciones favorables para abatir las presiones inflacionarias y a la postre obtener una reducción sostenible de las tasas de interés.

El régimen cambiario de flotación ha tenido profundas implicaciones para la conducción de la política monetaria. Con dicho régimen, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, ya que no se ve en el caso de inyectar o sustraer liquidez por una obligada intervención en el mercado de cambios. En estas circunstancias, la base se modifica por el manejo discrecional del crédito interno neto que hace el instituto emisor. Al actuar sobre la base monetaria, el instituto central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

¹⁷ IDEM

Una de las piezas fundamentales del programa monetario para 1995, fue la adopción desde principios de año de un límite para el crecimiento del crédito interno neto del instituto central. A pesar de que en 1995 el límite del crédito interno neto se respetó y que la base monetaria creció conforme a lo esperado, no fue posible contener en su totalidad el impacto inflacionario provocado por los ajustes cambiarios sucedidos en el año. La tasa de inflación de diciembre de 1995 con respecto al mismo mes del año anterior fue de 51.97 por ciento, siendo que el objetivo se había fijado en 42 por ciento. Dicha desviación se debió primordialmente a dos factores que el tipo de cambio promedio resultante para el año fue 7 por ciento superior al originalmente anticipado, y además de que la tasa de inflación a diciembre de 1995 se vio afectada por los ajustes a los precios y tarifas de bienes y servicios públicos y al salario mínimo acordados como parte del programa económico para 1996.³⁹

Por lo que respecta al sistema bancario, la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, la depreciación que se dio en meses posteriores, en combinación con tasas de inflación y de interés más elevadas, en un contexto de sobreendeudamiento de las familias y empresas y de contracción económica, trajeron como consecuencia un sustancial aumento de la cartera vencida de los bancos y un descenso de sus coeficientes de capital. Para hacer frente a estos problemas, en 1995 se diseñó y se aplicó un amplio paquete de medidas, que se prepararon con la participación activa del Banco de México. Este conjunto de estrategias y acciones tuvo como finalidad reducir los riesgos del sistema financiero, mantener la confianza del público en las instituciones de crédito y apoyar a las familias y empresas deudoras para que pudieran hacer frente a sus obligaciones.

11.2. Balance del manejo de la Política Monetaria 1988-1995

En 1988 a través del programa de estabilización aplicado se observa como punto prioritario la aplicación de una política de tipo de cambio estable apoyada en controles monetarios estrictos, con el objeto de absorber la liquidez, lo que demandaba serios incrementos de las tasas de interés y un tope al financiamiento bancario del sector privado. Dicho programa estaba enfocado a romper las expectativas inflacionarias mediante concentraciones entre diversos sectores para la

³⁹ IDEM

fijación de precios. Los ahorros depositados en el mercado institucional (MI) reaccionaron positivamente, cuando la inflación comenzó a abatirse y las tasas de interés reales se hicieron positivas. "Desde fines de enero hasta fines de mayo, este ahorro aumentó 98% en términos reales. Del otro lado del mercado la demanda de crédito permaneció abatida, de modo que el Banco de México pudo acumular reservas de divisas."¹⁵

Se desarrolló un mercado informal activo que redujo la eficacia de los controles directos de política monetaria, como los límites crediticios y los topes de las tasas de interés, que operaban sólo en una porción decreciente del mercado. En octubre y noviembre se crearon medidas para la autorización de la emisión de aceptaciones bancarias a tasas y vencimientos determinados por las referencias del mercado, como apoyo en el restablecimiento de la capacidad competitiva de los bancos. "El acervo de los depósitos bancarios tradicionales bajó 46.9% en términos reales durante el último trimestre de 1988, lo que limitaba la eficacia de los controles monetarios directos y reafirmaba las operaciones de mercado abierto como la herramienta principal del Banco Central para el manejo de la política monetaria". A pesar de que los instrumentos bancarios tradicionales se observaron menos competitivos, las medidas que permitían el uso ampliado de las aceptaciones constituían un avance en la modernización del sistema porque servían para liberar las tasas de interés bancarias y desregular la composición de las carteras de activos de los bancos.

En 1989 las autoridades monetarias con el objeto de eficientar la competencia bancaria e impulsar el proceso de modernización liberaron las tasas de los instrumentos bancarios tradicionales, lo cual no planteaba un riesgo de desestabilización, sino que, a razón de que los bancos ofrecían rendimientos muy competitivos y un conjunto más amplio de vencimientos, su posición en relación con la de otros intermediarios sería el resultado de las preferencias del mercado, no de las regulaciones administrativas. Se abrieron las restricciones crediticias y las obligaciones bancarias de otorgar crédito subsidiado a sectores preferenciales de tal manera que los bancos deberían buscar los usos más rentables para sus propios recursos.

En 1990 continuaron los esfuerzos orientados a consolidar el control de la inflación. Se hizo un ajuste adicional a las finanzas públicas, se redujo el déficit cambiario, se aplicó una política monetaria prudente y se corrigieron los rezagos de algunos precios relativos. Sin embargo, fundamentalmente como consecuencia de esta contracción se produjo un aumento temporal de la

¹⁵ Brothers, Dwight y Solís, Leopoldo (compiladores). *México en busca de una nueva estrategia de desarrollo*, 74 FCE, México, 1992, pp. 313.

inflación. Además, no obstante la disminución del dólar cambiario, la inflación externa y los movimientos del tipo de cambio del dólar contra otras monedas de gran importancia en la economía mundial también contribuyeron a ese resultado. De esa manera, de diciembre de 1989 a diciembre de 1990, el Índice Nacional de Precios al Consumidor se incrementó en 29.9 por ciento.⁴

Para entender el aumento de la inflación en 1990 hay que analizar el comportamiento de tres grupos de precios. Así, los precios de los bienes que integran la canasta básica aumentaron 33.6 por ciento, lo que representó casi dos quintas partes de la variación anual en el Índice General de Precios al Consumidor. Ese aumento, en especial el de los bienes básicos del sector público, fue reflejo de las correcciones de los precios controlados que se habían rezagado. La posibilidad de tales ajustes hubiera tenido tres consecuencias muy indeseables: la contracción de la oferta interna de esos bienes, el aumento de sus importaciones y el deterioro de las finanzas públicas. Tales correcciones representan aumentos de "una sola vez" en el nivel de precios y, por tanto, no constituirían una fuente persistente de inflación. Por otro lado, el aumento en aquellas mercancías con precios libres muy ligados a los internacionales (medidos en pesos) explica casi la cuarta parte de la variación en el Índice Nacional de Precios mencionado. Por su parte, el agregado M1 creció 26.6 por ciento en términos reales. No obstante lo anterior, su nivel actual respecto del PIB está todavía muy por debajo del registrado durante el citado periodo de estabilidad. El crecimiento de M1 reflejaba un importante proceso de remonetización en la economía, consecuencia de los avances logrados por el programa de estabilización (ver gráfica 5).

Durante 1991, la evolución del sistema financiero también estuvo favorablemente influida por el clima general de confianza sobre el desempeño presente y futuro de la economía. El efecto sobre las expectativas del público indujo entradas muy cuantiosas de capital privado, aumentos significativos en la demanda de activos financieros internos y disminuciones de las tasas de interés. Esa mejora de las expectativas, aunada al ritmo de la actividad económica y a la persistencia de rendimientos atractivos, particularmente en relación con los ofrecidos en el exterior, explican el crecimiento real de agregado monetario más amplio, M4, en 1991. De esa manera, al término del año, el saldo a precios constantes de M4, se incrementó 9.3 por ciento en relación con el de 1990, (ver gráfica 5). Esta evolución condujo a que dicho monto como

⁴ Mimeo Banco de México.

proporcion del PIB llegara al 45.1 por ciento, 1.4 puntos porcentuales mas que en el año anterior. Los elevados crecimientos reales experimentados en 1991 por M1 y M4 no significan que la política monetaria haya sido expansionista. En un régimen de tipo de cambio fijo o de deslize predeterminado y en presencia de un alto grado de movilidad del capital, la cantidad de dinero en circulación tiende a igualarse con la deseada por el público. En tales circunstancias, sus excesos o deficiencias se eliminan a través de variaciones en las reservas internacionales. En un entorno cambiario como el descrito al cual correspondió el existente en el país en 1990, la evolución de los agregados monetarios es un indicador inadecuado de grado de restricción o laxitud de la política monetaria.

En 1991, las acciones de política monetaria del Banco de México se orientaron a evitar que las cuantiosas entradas de capital generaran presiones indeseables sobre el sistema financiero y el nivel general de los precios, con el fin de absorber la liquidez producida por estas entradas, el Instituto Central aplicó en el transcurso del año una política de esterilización mediante operaciones de mercado abierto, lo que propició la acumulación de reservas internacionales. La colocación de valores gubernamentales de la cartera del Instituto Central, se tradujo en una importante disminución de su crédito interno neto, por un monto acumulado de 22.3 billones de pesos.

Por consiguiente, si las entradas de capital han de ser aprovechadas para incrementar la capacidad productiva de la economía, es indispensable permitir que, de manera parcial, se monetizen. Esa monetización tiende a incrementar el gasto y este se traduce parcialmente en un aumento de las importaciones. Esto es lo que ha sucedido en México y es la forma por la cual, en virtud del flujo de capital del exterior, el país ha obtenido recursos reales, tales como maquinas, materias primas, productos intermedios y otros bienes producidos en el exterior. La monetización parcial de esas entradas de capital también tiende a disminuir las tasas de interés, beneficiando a los dueños del sector público y del privado.

Sin embargo, hay buenas razones a favor de una esterilización parcial de las entradas de capital. En primer término, es de considerarse que parte de los flujos de fondos provenientes del extranjero podrían quizá revertirse en el futuro. Conviene entonces contar con amplias reservas para hacer frente a eventuales movimientos inversos de capital. Además, si el flujo de capital es muy grande y no se esteriliza en absoluto, puede darse un aumento excesivo de la demanda agregada, conducente a inaceptables presiones inflacionarias. Por eso en México se ha tomado la

decision de compensar parcialmente el efecto monetario de las entradas de capital, mediante la venta de valores de la cartera del banco central

En septiembre de 1991 se elimino el coeficiente obligatorio de liquidez aplicable a los pasivos bancarios denominados en pesos. Esto como parte y continuation del proceso de desregulacion de ciertos aspectos de la intermediacion crediticia. La remocion de dicho coeficiente no implica en absoluto un relajamiento de la politica monetaria. Debe recordarse que dicho coeficiente no restaba capacidad de credito a la banca, sino por la parte del mismo que estuviera depositada en el Banco de Mexico o mantenida en caja. Por la porcion que se invertia en CETES y BONDES, los bancos proporcionaban recursos liquidos al gobierno, si adquirian los titulos en la colocacion primaria de los mismos, o a terceros, si los adquirian en el mercado secundario.

En 1992, la distribucion de las cuantiosas entradas de capital del exterior recibidas por el pais no fue uniforme a lo largo de este año, lo que se reflejó en una marcada variabilidad de la oferta de fondos prestables. Con el fin de moderar las fluctuaciones en la liquidez originados por dichos movimientos de capital, el Banco de Mexico aplicó una activa política compensatoria mediante operaciones de mercado abierto.

A partir del segundo trimestre del año, los factores adversos que se mencionaron anteriormente determinaron un alza de las tasas reales de interés internas. En ese medio ambiente desfavorable, la política monetaria se aplicó con una gran flexibilidad y no impidió el ajuste de las tasas de interés a la contracción de la oferta de fondos prestables. Sin embargo, si se procuró que dicho proceso se efectuara de manera ordenada. Así, a pesar de la presencia de fenómenos que en otros años se tradujeron en salidas significativas de capital, en 1992 las acciones de las autoridades propiciaron un desenvolvimiento ordenado de los mercados financieros.

En 1992, el saldo nominal del agregado monetario, estrecho M3A) creció 17 por ciento, comparado con una tasa de 199.8 por ciento en 1991. Dicha evolución se debió fundamentalmente a la notable desaceleración de las tasas de aumento de las cuentas de cheques. La razón de este último fenómeno es que ante la supresión de los encajes y los coeficientes de liquidez obligatorios y la autorización que recibieron los bancos para pagar intereses a tasa libre sobre los saldos de las cuentas de cheques, las mismas resultaron muy atractivas tanto para los depositantes como para las propias instituciones. Así, en los últimos meses de 1991 se observó un traspaso a cuenta de cheques de recursos que anteriormente cobraban en otros instrumentos.

fideicomisos asociados a las cuentas maestras, otros fideicomisos de inversión y algunos fondos de renta fija. Los aludidos traspasos, que dieron lugar a una elevación notable de la tasa de crecimiento de M1 en 1991, no otorgaron a nadie poder de compra adicional y, por consiguiente, no tuvieron impacto inflacionario alguno. Es de señalarse que al cumplirse a finales de 1992 doce meses de haber acaecido los traspasos antes mencionados, se produjo una dramática caída de la tasa anual de aumento del medio circulante. Lo anterior es muestra de la forma en la cual, debido a los cambios del régimen entre la evolución de ciertos agregados monetarios y la marcha de la inflación o de la actividad económica. Por lo demás, en 1992 también se registró un avance modesto en la reconstitución de los saldos monetarios, proceso característico de una economía que experimenta una desinflación rápida. Así, el coeficiente promedio de los saldos nominates de billetes y monedas con respecto al PIB pasó de 2.8 por ciento en 1991 a 3 por ciento en 1992.⁴²

El saldo real de M4 (B) aumentó 7.3 por ciento en 1992. En relación con el PIB, dicho saldo pasó de 39.9 por ciento en 1989 a 45.8 por ciento en 1992, lo cual demuestra que el sistema financiero ha venido ampliando significativamente su capacidad para captar ahorro y canalizar los recursos a la inversión productiva. Por su parte, el saldo real del financiamiento interno total (a los sectores público y privado) aumentó a una tasa de 7.2 por ciento. El financiamiento real asignado al sector privado avanzó fuertemente con un incremento de 33.6 por ciento, lo cual en muy buena medida quedó compensado dentro del financiamiento total por la disminución de 41.6 por ciento del correspondiente al sector público. Esto último, como resultante del saneamiento fiscal manifestado en el cuantioso superávit del sector público.

En general, durante 1992 se observó una ligera disminución en el nivel promedio de las tasas de interés nominales, si bien del cierre de 1991 al de 1992 varias tasas específicas experimentaron aumentos. Por su parte, las tasas medidas en términos reales tuvieron un incremento. Al término de 1992, el rendimiento nominal anual del CETE a 28 días se ubicó en 16.7 por ciento, nivel inferior en 0.23 puntos porcentuales al alcanzado en diciembre 1991. Este instrumento gozó de particular preferencia por parte de los inversionistas extranjeros, lo que ejerció una continua presión al alza en su precio, especialmente de los títulos con plazo de 28 días, lo cual significó una reducción de su rendimiento. Por su parte, el rendimiento nominal anual de las nuevas

⁴² IDEM

emisiones de papel comercial (tasa ponderada en curva de rendimiento a 28 días) pasó de 22.2 por ciento en diciembre de 1991 a 27.95 por ciento en el mismo mes de 1992.

En cuanto a los indicadores del costo de los pasivos bancarios (o sea, los llamados CPP y CPT- sus niveles en diciembre de 1992 fueron respectivamente de 22.76 y 19.06 por ciento, y se situaron por encima de los observados en el mismo mes de 1991 (19.95 por ciento para el CPP y 16.26 por ciento el CPT). El rendimiento real acumulado en el año por el CETE a 28 día fue de 4.33 puntos porcentuales, 2.41 puntos superior al del año anterior, mientras que la tasa activa real acumulada cotizada por los bancos fue de 13.61 por ciento, 2.08 puntos mayor que la del año previo.

Durante 1992 se aprobaron dos iniciativas cuyos objetivos fueron los de crear una nueva unidad monetaria equivalente a mil pesos anteriores, fijar las características de las monedas metálicas correspondientes a la nueva unidad y efectuar las reformas necesarias a la ley monetaria para esos efectos. El 22 de junio fueron publicados en el Diario Oficial de la Federación los decretos respectivos, que entraron en vigor el 1.º de enero de 1993. Según dichos ordenamientos, la nueva unidad conserva el nombre de "peso", pero para distinguirla de la unidad anterior, durante un periodo transitorio su nombre estará precedido por el calificativo "nuevo", para quedar como "nuevo peso". El propósito de crear una nueva unidad monetaria fue el de reducir la magnitud de las cifras en moneda nacional, para facilitar su manejo, simplificar las transacciones en dinero y lograr un uso más eficiente de los sistemas de compute y de registro contable. En suma, la medida no persiguió más objetivos que esos y carece de relación con la política económica general o con la política monetaria.⁴²

En 1992 se lograron importantes avances en la consecución de las metas perseguidas por la estrategia económica. Sin embargo, hay tres aspectos de la economía que dada su importancia merecen comentarios adicionales. Estos son la desaceleración del crecimiento del producto en 1992, la situación del sector externo y la caída de la tasa del ahorro interno. Como se mencionó anteriormente, la desaceleración de la actividad económica se debió al desfavorable entorno que enfrentó el país, y a los efectos transitorios inducidos sobre la planta productiva por la política de cambio estructural.

⁴² IDEM.

Algunos analistas han manifestado la creencia de que el impacto del entorno que enfrentó el país y los efectos transitorios del cambio estructural, pudieron haberse compensado mediante la adopción de políticas expansionistas, fiscal y monetaria. A este respecto cabe recordar que uno de los elementos centrales del programa de estabilización de México es el saneamiento fiscal. Si el mercado llegase a interpretar la aplicación de una política fiscal expansionista (aunque fuese esta de carácter temporal) como el inicio de un proceso de deterioro de las finanzas públicas, con toda seguridad tanto la disponibilidad de recursos externos como la inversión privada interna se desalentarían, con sus consecuentes efectos depresivos sobre la actividad económica. Si en ausencia de una política monetaria también expansiva el gobierno recurriera a la colación de valores públicos en el mercado, sin duda ello presionaría al alza las tasas de interés, inhibiendo el gasto privado (incluyendo el de inversión) y compensando así los efectos estimulantes de la expansión fiscal.

Por su parte, una política monetaria expansionista asociada a un gasto público adicional implicaría un aumento de la oferta de base monetaria. En la medida en que dicho aumento no estuviera correspondido por un incremento de la demanda de base, el público buscaría deshacerse de ese exceso, lo cual provocaría una disminución de las tasas de interés. Esto a su vez, resultaría tanto en un aumento de la demanda agregada como en una disminución de las entradas de capital, y si la baja de las tasas fuera importante, produciría incluso salidas. Por su parte, el eventual aumento de la demanda agregada se traduciría parcialmente en un mayor déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. De esta manera, el incremento de dicho déficit ya no estaría causado, como ha sido el caso en el pasado reciente, por el flujo de capital del exterior, sino por una política monetaria expansiva. Así, tal política podría llegar a ser la causa de una pérdida de reservas internacionales, la cual de ser indefinida tendría consecuencia muy adversas sobre la economía. La conclusión de todo lo anterior es que la aplicación de políticas expansionistas tiene claras limitaciones como medio efectivo para estimular la actividad económica.

- (A) El agregado monetario M1 está constituido por la suma de las cuentas de cheques (con y sin intereses) y de los billetes y monedas en poder del público. Cabe mencionar que a partir de diciembre de 1991, los saldos de los agregados monetarios M1 y M1 Bis han sido de igual magnitud. Por ello, se reporta únicamente el comportamiento del medio circulante en su definición tradicional.

(B) El agregado monetario M4 se constituye por la suma de billetes, monedas, instrumentos de ahorro bancarios e instrumentos de ahorro del mercado institucional de dinero en poder del público, así como los depósitos del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) en el Banco de México. A partir de mayo de 1992, incluye los recursos captados a través del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

Agregados Monetarios

- M1 =** Billetes y monedas
Cuentas de cheques M/N
Cuentas de cheques M/E
- M2 =** M1+instrumentos bancarios a corto plazo
Instrumentos bancarios a corto plazo con vencimiento hasta un año de plazo
Moneda Nacional
Moneda extranjera
Aceptaciones bancarias
Moneda Nacional
Moneda extranjera
- M3 =** M2+instrumentos no bancarios a corto plazo
Instrumentos no bancarios a corto plazo
Cetes
Tesobonos M/E
Pagafés M/E
Bonds
Papel comercial
- M4 =** M3+instrumentos a largo plazo-Ficorca
Instrumentos a largo plazo-Ficorca
Con vencimientos a plazo mayor de un año
Moneda Nacional
Moneda extranjera

Instrumentos no bancarios a largo plazo

Petrobonos

Ajustabonos

Bonos de indemnización bancaria

Bonos de renovación urbana

Udibonos

Obligaciones quiregrafarias

Obligaciones hipotecarias

Pagares de empresas privadas

FICORCA

Moneda Nacional

Moneda extranjera

Fondos del sistema de ahorro para el retiro

Fuente: Banco de México

En 1993, la política monetaria se desarrolló en un ambiente caracterizado por la desaceleración de la actividad económica, inflación decreciente, cuantiosas entradas netas de capital del exterior y tasas de interés reales más altas que en 1992, pero declinantes a partir de un muy elevado nivel a principios del año. A lo anterior habría que añadir el clima de incertidumbre y nerviosismo previo a la ratificación del TLC. El objetivo central de la política monetaria en este año fue el de procurar la estabilidad de precios, estrategia que propició condiciones ordenadas en los mercados de dinero y de cambios. Así, en congruencia con dicha política, el manejo del crédito interno neto del Banco de México buscó que la expansión de la oferta de base monetaria respondiera a los cambios en la demanda esperada de este agregado. La aplicación de la descrita regla de operación condujo a que en 1993 se compensaran los efectos que sobre el monto de dinero primario produjeron los incrementos de los activos internacionales del Banco de México. Ello, salvo que esos efectos o parte de ellos, se hubiesen requerido para que la base monetaria siguiera la trayectoria deseada. Además, en previsión de posibles repercusiones indeseables sobre el mercado cambiario conforme se acercaba la fecha de aprobación del TLC en el Congreso de los Estados Unidos, el Instituto Central decidió compensar en forma parcial el impacto monetario del influjo de capital. Durante los primeros meses del año, dichas entradas excedieron las previsiones más optimistas. Las acciones del Banco Central en cuanto a esterilización redundaron durante los 10

primeros meses en una importante acumulacion de reservas internacionales. Al surgir nerviosismo en los dias previos a la votacion del TLC en el Congreso de los Estados Unidos, el Instituto Central estuvo en posicion de enfrentar adecuadamente la situacion en los mercados financiero y cambiario.⁴⁵

Una de las características sobresalientes del comportamiento de los mercados financieros durante 1993 fue el alto nivel promedio que mostraron las tasas de interés reales, no obstante la declinación que mostraron en el segundo semestre. En términos generales, la incertidumbre asociada con el proceso de ratificación del TLC y el temor de que la inflación en 1993 no disminuiría conforme a los pronósticos, significaron que los ahorradores exigieran un premio de riesgo en compensación de eventuales rendimientos reales menores que los previstos. Sin embargo, dicho premio fue reduciéndose en la medida en que las expectativas desfavorables fueron disipándose. Durante 1993, los niveles de las tasas de interés reales fueron el resultado de un conjunto de factores específicos que afectaron la demanda y la oferta de fondos prestables. Así, la demanda global de recursos mostró un fortalecimiento en relación con el año anterior, resultado que se explica en razón de que el crecimiento más lento de la demanda del sector privado en 1993 estuvo acompañado de una más reducida oferta neta de recursos por parte del sector público en virtud del menor superávit operacional.

Entre los factores que explican que en 1993 la demanda de crédito por parte del sector privado haya tenido un menor ritmo de expansión destacan el débil crecimiento de la economía y el sobreendudamiento de algunas empresas y personas. La discrepancia entre las tasas de interés reales ex-ante y ex-post también afectó la demanda de crédito del sector privado.

En relación con esto último, todo hace pensar que en 1993 la mayoría de los agentes económicos previó que la inflación sería más alta que la observada. En consecuencia, particularmente durante la primera mitad del año, el mercado determinó tasas nominales relativamente elevadas. Al caer la inflación más rápidamente que lo anticipado, las tasas de interés reales ex-post resultaron más elevadas que las ex-ante. Es un hecho comprobado que cuando las expectativas de inflación a la baja se rezagan con respecto al aumento efectivo de los precios, la demanda de crédito se fortalece, y a que los demandantes de recursos prevén una menor tasa de interés real. Sin embargo, a medida que se materializa una menor inflación, los deudores se encuentran con un saldo de

⁴⁵: IDEM

deuda mayor que el deseado y con un costo superior al esperado. Así, a la postre, estos dos fenómenos tienen un efecto contraccionista sobre la demanda adicional de crédito.

En cuanto a la oferta de recursos prestables, tres factores principales explican el aumento en 1993 de las tasas de interés reales. En primer lugar, la ya mencionada, discrepancia entre la inflación esperada y la observada. Ello, en virtud de que los oferentes de recursos anticiparon un rendimiento real más bajo que el observado y, en consecuencia, demandaron relativamente menos activos financieros. En segundo lugar, la política de esterilización seguida por el Banco Central, con el fin de mantener la oferta de base monetaria en la trayectoria deseada. Por último, el hecho de que la banca comercial comenzó a aplicar una política de crédito más cautelosa, en respuesta al deterioro de la calidad de su cartera de activos.

En 1993 la tasa de crecimiento anual del saldo nominal de M4 fue de 28.8 por ciento y resultó superior en 3.7 puntos porcentuales a la de 1992. Así, dada la reducción de la inflación, lo anterior significa que el incremento real pasara de 2.8 por ciento en 1992 a 10 por ciento en 1993. Este fenómeno se explica fundamentalmente por el comportamiento de las cuentas de cheques, las cuales devengaron rendimientos reales superiores a los de 1992.

Por otro lado, la remonetización de la economía propiciada en los últimos años por la desinflación ha llevado, tal como era de esperarse, a una recuperación del saldo real de efectivo en poder del público. Como proporción del PIB el saldo nominal de billetes y monedas creció modestamente al pasar de 3.7 por ciento al cierre de 1992 a 3.8 por ciento al cierre de 1993.

En 1993, el saldo real de M4 aumentó 17.9 por ciento (18.4 por ciento sin considerar la captación de las agencias en el exterior de los bancos mexicanos), incremento superior en casi 11 puntos porcentuales al observado, en 1992.

La estructura del flujo efectivo de M4 fue en 1993 sustancialmente distinta a la del año previo. Destaca en esa transformación la menor importancia relativa de la captación de la banca comercial, la cual pasó de 64.9 por ciento en 1992 a 37.9 por ciento en 1993. En contraste, el flujo de valores del sector público en poder del sector privado, pasó de 3 por ciento del flujo de M4 en 1992 a 31.8 por ciento en 1993. Esto último, como reflejo tanto del efecto de la política de esterilización aplicada por el Banco de México, como de las operaciones de colocación de valores entre el público ahorrador realizadas por el propio Banco Central y el Gobierno Federal, con el fin de compensar el impacto sobre la liquidez de la desinversión en valores gubernamentales.

realizada por la banca. Finalmente, en 1993 un total de 28,339 millones de nuevos pesos, es decir el 22.3 por ciento del incremento de M4, correspondió a adquisiciones de activos financieros realizadas por residentes del exterior. Al respecto, existe la posibilidad de que las cifras de activos financieros en poder de residentes del exterior puedan tener un sesgo en favor de la sobreestimación. Ello, en virtud de que la información para preparar las estadísticas correspondientes se obtiene indirectamente a partir de datos derivados del servicio de custodia que proporcionan a los inversionistas los bancos y casas de bolsa. Por esa razón, si la adquisición de los activos referidos por residentes del país se realiza con la intervención de algún intermediario extranjero, dichas transacciones serán asignadas incorrectamente a residentes del exterior.⁴⁴

La política monetaria, como lo demuestra la contracción del crédito interno neto del Banco de México, no tan sólo no ha sido fuente de presiones inflacionarias, sino que incluso ha procurado neutralizar las de otro origen. Por su parte, el profundo saneamiento de las finanzas públicas ha contribuido a la drástica reducción del ritmo inflacionario, y también ha tenido otros dos efectos muy positivos. Por un lado, al dejar al gobierno de ser un demandante neto de recursos, ha incrementado la disponibilidad de estos para financiar un mayor nivel de inversión privada. Por otro lado, en virtud de la cuantiosa contracción del monto y del servicio de la deuda pública, se ha podido reducir la carga impositiva a los grupos de menores ingresos, a la vez que aumentar sustancialmente el gasto público dedicado a promover el desarrollo social y a apoyar a las clases menos favorecidas del país. Así, de 1988 a 1993, el gasto público destinado a programas de desarrollo social pasó del 6.1 por ciento con relación al PIB al 9.2 por ciento, mientras que en lapso igual el gasto en educación lo hizo del 2.6 al 4 por ciento.

La política de cambio estructural seguida en los últimos años, el intenso proceso de inversión llevado a cabo por los sectores público y privado, así como las transformaciones que todo ello ha inducido en el aparato productivo, han propiciado incrementos sustanciales en la eficiencia global de la economía mexicana. La mayor eficiencia se ha traducido en una creciente productividad de la mano de obra, la cual, a su vez, ha dado lugar a los incrementos que se observan en las remuneraciones medias en términos reales. Asimismo, la eficiencia ha fortalecido la competitividad del aparato productivo nacional, como lo atestigua el desempeño del sector exportador no petrolero.

⁴⁴ IDEM

Desde la segunda mitad de febrero de 1994, el mercado cambiario estuvo sujeta de tiempo en tiempo a presiones. Las tasas de interés en los Estados Unidos, se empezaron a elevar a partir de ese mes, lo cual desalentó la canalización de recursos a México e, incluso, provocó ajustes de cartera que redujeron en salidas de capitales del país. Lo anterior, aunado a acontecimientos de orden político y delictivo, así como a otros factores, provocó una rápida depreciación del tipo de cambio dentro de su banda de flotación.

En el propio febrero de 1994 y durante algunos periodos posteriores, los acontecimientos referidos impactaron muy negativamente a los mercados. Los secuestros de empresarios prominentes, así como el giro que tomó el conflicto de Chiapas causaron gran inquietud. Ello determinó que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que surgieran presiones alcistas en las tasas de interés adicionales a las procedentes del exterior. La elevación del tipo de cambio a niveles cercanos al techo de la banda permitió equilibrar el mercado de divisas hasta que sobrevino el asesinato del Lic. Luis Donaldo Colosio a finales de marzo. Las inquietudes surgidas en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad. La reserva internacional del Banco de México, que en la fecha del asesinato sumaba 28,321 millones de dólares, cayó casi 11,000 millones en los siguientes treinta días, en tanto que las tasas de interés se incrementaron aún más. Esto último permitió que en el tercio final del mes de abril la situación se volviese a estabilizar.

Desde finales de abril hasta el 11 de noviembre de 1994, fecha en que las reservas ascendían a 16,221 millones de dólares, no hubo merma en el saldo de la reserva, excepción hecha de la que se produjo con motivo de la renuncia del Secretario de Gobernación. Sin embargo, esta disminución se recuperó gracias a la venta de divisas que el Gobierno Federal hizo al Banco de México provenientes de algunas privatizaciones. La estabilidad mostrada por el saldo de las reservas, excepción hecha de las caídas sufridas como resultado de hechos políticos y delictivos, era indicio de que a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril a mediados de noviembre, la balanza de pagos se mantenía en equilibrio, no obstante la inquietud subyacente. Asimismo, cabe destacar que a pesar de la caída de las reservas internacionales causada por los acontecimientos mencionados, hasta mediados de noviembre su saldo permaneció en niveles ampliamente superiores a la base monetaria.

Sin embargo, en noviembre las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu despertaron graves preocupaciones respecto a la estabilidad del sistema político y causaron una pérdida de

reservas de cerca de 3,500 millones. Agravando aún más la situación, la reanudación de la actitud beligerante del EZLN a principios de diciembre desencadenó mayor nerviosismo. Como consecuencia, las reservas bajaron a 10,457 millones de dólares. Estos factores, sumados a una renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala contra de la moneda nacional.

En consecuencia, el 19 de diciembre de 1994 la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario entonces vigente, comunicando en el seno del "Pacto" la decisión de pasar a un régimen de flotación. Sin embargo, en ese momento se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que, antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios aceptó esta fórmula, la cual no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre.

El deterioro sufrido por los mercados financieros de México a partir de mediados de noviembre de 1994, se vio influido por otros factores que se han desarrollado en los años recientes en la economía internacional y que han debilitado la posibilidad de sostener un régimen cambiario ante ataques especulativos masivos que se puedan generar por causas exógenas (por ejemplo, por razones políticas). Ello, aun contando con un monto razonable de reservas internacionales y fundamentos económicos sólidos. Entre los factores aludidos destacan los siguientes:

- (1) El incremento sustancial, a partir de 1990, de la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de inversión de países industrializados, a instrumentos financieros líquidos emitidos en los llamados países emergentes (entre los que destaca México). Esto da lugar a que un ataque especulativo en contra de la moneda nacional, pueda gestarse más fácilmente que en el pasado.
- (2) La facilidad de "potenciar" posiciones cortas en moneda nacional mediante operaciones con derivados y oportunidades de apalancamiento ofrecidas por intermediarios financieros del exterior, y
- (3) Los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información, que han aumentado sustancialmente el grado de movilidad internacional de los capitales.

Durante 1994, la política monetaria se orientó en todo momento a evitar una expansión excesiva de la base monetaria, con la finalidad de evitar presiones cambiarias e inflacionarias indeseables.

En 1994, el mercado de cambios estuvo sujeto a múltiples perturbaciones, las cuales, en las etapas más álgidas, redundaron en pérdidas de reservas internacionales. Durante esos episodios, el Instituto Central se vio obligado a reponer la liquidez que se perdía en el mercado de dinero, para lo cual amplió su crédito interno neto. Sin embargo, esta aportación de liquidez del Banco de México nunca representó una inyección monetaria neta, pues simplemente restituyó aquella que se retiraba a consecuencia de la disminución de las reservas internacionales. Fue ahí que la causalidad y la secuencia de los acontecimientos sea clara: fue el abatimiento de las reservas lo que produjo el incremento en el crédito interno neto del Banco Central, y no al revés.

De hecho, cuando ocurrieron los desfavorables sucesos políticos y económicos ya citados, los inversionistas del interior y del exterior procedieron a retirar depósitos de la banca y liquidar posiciones de valores, convirtiendo los recursos respectivos a moneda extranjera. En consecuencia, los bancos adquirían dólares del Banco de México para poder satisfacer la demanda de moneda extranjera proveniente de sus clientes, operación que daba lugar a sobregiro en las cuentas corrientes en moneda nacional que a los mismos les lleva el Instituto Central. A su vez, dicho sobregiro provocaba una contracción momentánea de la liquidez. En esas circunstancias, el Banco de México tenía que aportar liquidez a la banca para que esta pudiese cubrir sus sobregiros. De haberse procedido de otra manera, la banca hubiese tenido que realizar una reducción súbita de su cartera de crédito, cosa imposible de lograr. De ahí que en 1994 el Banco de México haya tenido que reponer las pérdidas de base monetaria causadas por las disminuciones de reservas internacionales asociadas a los acontecimientos referidos.

La aplicación de la anterior política no implicó que el Banco de México no ajustase la política monetaria en respuesta a las circunstancias álgidas que se presentaron en el mercado de cambios. Durante las etapas de disminución de reservas internacionales que se produjeron en 1994, el Banco de México hizo más onerosas las condiciones de otorgamiento de su crédito interno, precisamente a fin de contener las presiones en el mercado cambiario. Como es sabido, el aumento de las tasas de interés tiende a provocar la contracción del crédito bancario. Eventualmente, con ello se genera una mayor oferta y una menor demanda de moneda extranjera y el mercado cambiario tiende a estabilizarse.

Se podría pensar que si en 1994 el crédito del Instituto Emisor se hubiese otorgado a tasas de interés todavía más elevadas, se hubiese podido evitar la devaluación de diciembre. A este

respecto debe considerarse que un aumento adicional de las tasas de interés en condiciones de presiones intensas en el mercado cambiario, podría haber provocado mayor nerviosismo. Además, habiéndose mantenido los activos internacionales estables y a niveles relativamente altos hasta mediados de noviembre, encarecer más el crédito del Banco Central y, por consiguiente el costo del crédito en la economía parecía imponer a esta un costo elevado e innecesario. Mas aun considerando que las tasas de interés se encontraban ya a niveles muy altos y estaban causando dificultades considerables a deudores e intermediarios financieros.

Así, a fin de evitar mayores problemas a deudores y a intermediarios financieros a la vez que para reforzar la defensa del régimen cambiario entonces en vigor, a partir de abril de 1994 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México hicieron posible una activa sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bonos y Ajustamos) por Tesobonos, instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio y que se encontraba en circulación desde 1991. En otras palabras, la emisión de Tesobonos se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario, sin tener que aumentar las tasas de interés en moneda nacional a niveles que hubiesen causado graves perjuicios. Si el gobierno se hubiera negado a satisfacer la demanda por estos instrumentos, es altamente probable que el público hubiera demandado moneda extranjera con el importe proveniente de la amortización de Cetes y de otros instrumentos denominados en moneda nacional. Ello, con el resultado de crear presiones adicionales sobre las reservas internacionales, el tipo de cambio y las tasas de interés.

En resumen, durante 1994 la política monetaria estuvo en muy buena medida condicionada por el comportamiento del mercado cambiario. Este comportamiento exigió del Banco Central la aplicación de una política crediticia astringente. Dicha política se implantó fundamentalmente mediante el establecimiento de términos más onerosos para la atención de la demanda de base monetaria.

En 1994, la demanda de billetes y monedas fue virtualmente igual a la demanda de base monetaria. Ello, en razón de que actualmente en México las instituciones de crédito no están obligadas a mantener saldos positivos en su cuenta corriente con el Banco Central. Como lo ha informado ampliamente el Banco de México en documentos publicados en el pasado (1), a partir de septiembre de 1993 el crecimiento a tasa anual de los billetes y monedas en circulación experimentó una aceleración. En parte, este fenómeno se explica por el mayor vigor mostrado por

la actividad económica a partir del segundo trimestre de 1994, pero también por un menor nivel de inflación, lo cual siguió alentando el proceso de remonetización. Sin embargo, el crecimiento de la demanda de base fue también impulsado por otras causas, entre las cuales destacan las siguientes, una importante sustitución de cheques por billetes y monedas y un uso menos intenso de las tarjetas de crédito como medio de pago.

El saldo total de las cuentas de cheques en moneda nacional disminuyó abruptamente desde el segundo trimestre de 1994, lo cual ayudó a compensar parcialmente la expansión de los billetes y monedas. La desaceleración en el crecimiento de los saldos de las cuentas de cheques y un mayor uso de efectivo se explican por que los bancos decidieron aumentar considerablemente los cargos por manejo de cuentas de cheques y por pieza girada, con el objeto de evitar subsidios cruzados entre los diferentes usuarios de sus servicios. Asimismo, a partir de abril de 1994, las tasas pagadas sobre los saldos en cuentas de cheques empezaron a ser sustancialmente menores a otras tasas pasivas, lo cual desalentó el empleo de cheques como medio de pago. Por otra parte, la reducción en el uso de la tarjeta de crédito es atribuible a que ante el incremento de la cartera vencida, la banca decidió adoptar normas más estrictas en la expedición de dichas tarjetas y en la concesión de ese tipo de crédito. Estas consideraciones permiten sustentar que el aumento, más que proporcional al del PIB nominal mostrado durante 1994 por los billetes y monedas en circulación -y por lo tanto también, por la base monetaria- se debió a un aumento en su demanda y no a una política monetaria laxa. Esta conclusión se refuerza con dos hechos adicionales. En 1994, M1 tuvo un crecimiento muy bajo (5.8 por ciento) y la tasa de inflación continuó cayendo prácticamente durante todo el año.⁴¹

En 1994 el agregado monetario amplio (M4) continuó con su tendencia creciente observada desde cinco años antes. Así, M4 creció en términos reales a una tasa promedio anual de 14.2 por ciento, a pesar de los problemas políticos y delictivos ya comentados que causaron que en algunos lapsos del año, y especialmente en diciembre, se movieran recursos al exterior. El saldo promedio de M4 como proporción del PIB alcanzó en 1994, su nivel histórico más alto, 53.1 por ciento (46.5 por ciento en 1992).

Durante la mayor parte de 1994, continuó avanzándose en el proceso de estabilización de los precios, modernización de la planta productiva, integración de esta a los mercados internacionales y restablecimiento del crecimiento económico sobre bases permanentes. Desafortunadamente, el

⁴¹ IDEM

esfuerzo realizado durante varios años por la población y las autoridades se vio en 1994 perturbado por hechos aislados de gran gravedad. El impacto de esos acontecimientos sobre los mercados financieros condujo a la devaluación y a una sustancial reducción de los flujos de ahorro externo hacia nuestro país. La imposibilidad de prever la ocurrencia de esos hechos y su intensidad, determinaron que las medidas adoptadas en su momento no hayan resultado suficientes para preservar la estabilidad de la economía.

En materia de política monetaria, el país cuenta desde el 16 de abril de 1994 con un Banco Central autónomo para determinar la evolución de su crédito. De acuerdo con las cifras y análisis presentados en este Informe, durante 1994 el Banco de México actuó en estricto apego al mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para ello aplicó una política monetaria restrictiva cuyo énfasis se acentuó en los periodos de intensa especulación provocados por fenómenos políticos y delictivos. El hecho de contar con un Banco Emisor dotado de facultades legales y operativas para controlar plenamente su crédito interno, será un factor de gran importancia en el re-establecimiento ordenado de la estabilidad cambiaria y en la consecución de bajos niveles de inflación en el mediano y largo plazos.

En materia de cambio estructural, la transformación ha sido profunda e irreversible. De ahí que haya sido posible obtener tasas de crecimiento de la productividad de la mano de obra muy superiores a las que se observan en las economías de nuestros principales socios comerciales, y un aumento de la participación de las exportaciones mexicanas en los mercados de dichos países. Esta modernización sectorial permite concluir que, a pesar del impacto negativo de corto plazo de la crisis cambiaria, la planta productiva nacional cuenta ahora, a diferencia del pasado, con una gran capacidad para adaptarse a las nuevas circunstancias y para aprovechar las oportunidades que ofrece la globalización económica. Esto se confirma con el acelerado crecimiento obtenido por las exportaciones en el primer trimestre de 1995.

La profundidad y rapidez con que en 1994 se presentaron los ataques especulativos que sufrió la moneda nacional así como la experiencia de otros países en esta materia durante los últimos años, confirman que el avance tecnológico y la internacionalización del gran público inversionista, dan lugar a que grandes volúmenes de recursos puedan moverse instantáneamente de un país a otro. Este, por sí mismo, plantea la necesidad de que las políticas monetaria y cambiaria cuenten con la flexibilidad suficiente para responder con oportunidad a las fluctuaciones que se presentan en los mercados financieros. Este fue precisamente el propósito que se persiguió desde noviembre de

1991, al establecerse el incremento gradual de la amplitud de la banda de flotación del tipo de cambio.

En 1994, la política monetaria seguida por el Banco de México se concentró en el objetivo de abatir la inflación. Para tal fin, las acciones se orientaron a inducir un comportamiento de la base monetaria congruente con las metas inflacionarias de corto, medio y largo plazos. En vista del régimen cambiario vigente, dicha política monetaria buscó amortiguar los efectos de la especulación y restablecer el equilibrio en el mercado de divisas, objetivos que se consiguieron durante casi todo el año. Si bien el proceso de abatimiento de la inflación se vio interrumpido por la problemática vivida, lo cual no debió implicar cambio en los objetivos y en el énfasis de la política monetaria del Banco de México.

El establecimiento de un límite al crédito primario coadyuvó a que los agentes económicos puedan dar seguimiento a la ejecución de la política monetaria del banco central. Por tanto, el 4 de enero de 1995 el instituto central informó a la opinión pública sobre su propósito de establecer un límite de 12,000 millones de pesos al crecimiento del crédito interno neto durante ese año. El Banco de México determinó este límite, una vez que se conocieron los compromisos suscritos en el marco del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSFE) en materia salarial, de precios y tarifas del sector público, de precios del sector privado y de gasto público. Posteriormente, a la luz de proyecciones más precisas sobre la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció la decisión de disminuir dicho límite a 10,000 millones de pesos. El programa monetario para 1995, anunciado en enero, se formuló conforme a lo siguiente:

(i) Límite de 10,000 millones de pesos al aumento del crédito interno neto del instituto central. Este límite parecía suficiente para que, a través del crédito primario, se pudiera satisfacer el incremento anual de la demanda de base, en el evento de que la reserva internacional no aumentara.

(ii) El crédito interno neto se definió como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. A su vez, la base es igual a la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. Por su parte, la reserva internacional se determinó conforme a la normatividad que rige a la institución, que señala que los pasivos del Banco, derivados de

créditos con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva.

iii) El crédito del banco central se mantendría cotidianamente a manera de que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de base monetaria esperada cada día. Sin embargo, este comportamiento podría modificarse en atención a la evolución de varios indicadores, entre los cuales destacan los siguientes: i) la evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable, ii) la evolución del tipo de cambio, iii) las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada, iv) los resultados de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público, y de los especialistas en la materia, y v) la trayectoria de otros factores, tales como: las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.

La concurrencia de diversos factores adversos dio lugar a que el programa económico adoptado en enero de 1995 dejara de ser viable. Entre estos factores cabe destacar una depreciación del tipo de cambio mayor a la anticipada, el aumento concomitante de la inflación y de las tasas de interés, el impacto adverso provocado por la amortización acelerada de pasivos con el exterior, el debilitamiento de las instituciones de crédito, y, por lo anterior, la consiguiente desaceleración del crecimiento económico. Por estas razones, a principios de marzo de 1995 se volvió necesario reforzar el AUSEL, surgiendo de ese modo el PARAUSEL (Programa de Acción para Reforzar el AUSEL). Un elemento clave para dar posibilidad de éxito al programa fue el anuncio de que el problema de las instituciones de crédito se resolvería a través de esquemas y estrategias específicas para sanear al sistema bancario y apoyar a los deudores, y que los costos de dichos esquemas serían absorbidos por los accionistas de los bancos y el Gobierno Federal (a lo largo de hasta treinta años). De esta forma, la política monetaria se podría concentrar en la lucha contra la inflación.

El PARAUSEL incluyó ajustes fiscales que se hicieron necesarios a consecuencia de las mayores tasas de interés, un tipo de cambio más depreciado, pagos más cuantiosos al exterior, una actividad económica menor que la esperada y el compromiso del gobierno de absorber parte de los costos de los programas de saneamiento bancario y apoyo a los deudores. Al mismo tiempo, se fortalecieron los programas de bienestar social, se ratificó a la política monetaria como ancla nominal de la economía en el contexto de un régimen de tipo de cambio flotante y se propuso dar atención especial a los problemas de las familias y empresas sobreendeudadas.

En ese entonces, la Junta de Gobierno del Banco de México resolvió ratificar el límite de 10,000 millones de pesos para el crecimiento del crédito interno, neto en 1995 y los demás componentes del programa monetario anunciado para el año, los cuales, según se ha dicho, habían sido fijados

desde finales de enero. Lo anterior, a pesar de que las proyecciones de inflación y de evolución del PIB ya eran otras. En particular, la ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero, volviendo innecesario que su monto aumentara más de lo programado.⁴⁷

Para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, en el mes de marzo el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de encaje promedio cero. Mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México tendrían que ser compensados, dentro de plazos mensuales predeterminados, con la constitución, en otros días, de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo haría acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado, y de una tasa mayor a la del mercado.

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, tuvieron una gran importancia para el manejo de la política monetaria. A través de estas medidas, fue posible pasar de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del instituto central en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos. Al perseguirse metas cuantitativas, una resultante con las variaciones de las tasas de interés.

El programa de política monetaria para 1995 puede ser evaluado a la luz del cumplimiento por parte del Banco de México del límite establecido para el crédito interno neto. Durante el ejercicio, el crédito del Banco de México decreció en 77,688 millones de pesos (m p.) al pasar su saldo de 24,196 m p. al 31 de diciembre de 1994 a 16,507 m p. al 29 de diciembre de 1995. Cabe recordar que cuando se fijó el límite de 10,000 m p. al crecimiento de ese agregado, México aun no contaba con apoyos externos y acababa de adoptar un régimen cambiario de flotación.

En consecuencia, en ese momento no era posible anticipar una acumulación importante de reservas internacionales a lo largo de 1995. De ahí que el límite al crédito del banco central para ese año se haya fijado con vista al crecimiento deseable de la base monetaria, en el supuesto de que las reservas internacionales no aumentarían.⁴⁸

⁴⁷ IDEM.
⁴⁸ IDEM.

La posterior disponibilidad de apoyos externos y la resultante acumulación de reservas, determinó por sí sola una disminución del crédito interno neto de 87,562 m p. La mayor demanda estacional de billetes y monedas a finales de 1995 contribuyó a que la base monetaria aumentara en el año cerca de 10,000 m p., lo cual, en ausencia de los incrementos de la reserva internacional ocurridos en el transcurso del año, hubiera dado lugar a una elevación del crédito interno neto prácticamente igual a su límite para el año.

El Banco de México también adoptó medidas adicionales orientadas a fortalecer las ya descritas y asegurar un mejor control monetario. Entre estas, es pertinente mencionar las siguientes:

- (1) Modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez. Así, en la actualidad, las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre.
- (2) Reforma al sistema de pagos. En virtud de esta reforma, se limitó el acceso de los bancos comerciales al crédito del Banco de México en el transcurso de una misma jornada. Además, dicho crédito quedó condicionado a la constitución de garantías.
- (3) Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de Tesobonos en moneda extranjera.
- (4) Impulso a los mercados de futuros y opciones del peso mexicano. La existencia de un mercado eficiente de futuros de divisas es de gran utilidad para que los agentes económicos puedan cubrir su riesgo cambiario.
- (5) Nueva política de información del Banco de México, con el fin de que los agentes económicos pudieran dar mejor seguimiento a las acciones del instituto central.
- (6) Liquidación anticipada de reportes sobre valores gubernamentales, con el fin de reducir la frecuencia de las operaciones de sustracción e inyección de fondos al mercado de dinero que realiza el Banco de México. El anuncio del PARAUSEE, la ratificación del programa monetario y de las demás medidas adoptadas por el Banco de México, el establecimiento de esquemas específicos para resolver el problema bancario, junto con los apoyos externos obtenidos, contribuyeron a que los agentes económicos fueran confiando cada vez más en la estrategia de estabilización.

adoptada. De hecho, el periodo de mediados de marzo a mediados de septiembre se caracterizo por una relativa estabilidad financiera

Lamentablemente, la conjugacion de una serie de factores hicieron que este ambiente de relativa estabilidad financiera se viera interrumpido abruptamente a partir de mediados de septiembre. Dichos factores fueron los siguientes

- (a) Conforme a la regulacion aplicable, en septiembre las instituciones de credito del pais se vieron obligadas a formar reservas prudenciales adicionales en moneda extranjera, para respaldar su cartera de creditos de dificil cobro denominada en divisas. Para cumplir con este precepto, los bancos adquirieron moneda extranjera en el mercado, presionando al alza el tipo de cambio.
- (b) En los meses anteriores a septiembre, se elevó la cartera vencida de los bancos y la inquietud de deudores incumplidos fue creciendo.
- (c) A finales de agosto de 1995 se anuncio la cifra sobre la variacion del PIB del segundo trimestre de 1995 con respecto al mismo periodo del año anterior resultando una caída de 10.5 por ciento. Esta reduccion del PIB fue mucho mayor que la anticipada, lo que, junto con un sistema bancario debil, puso en serias dudas la expectativa de una recuperacion economica vigorosa para la segunda mitad del año y la continuidad del programa de estabilizacion adoptado.
- (d) La depreciacion de la moneda nacional durante la mayor parte de septiembre coincidió con caídas importantes de las tasas de interes en pesos. Este factor, junto con lo mencionado en el inciso anterior, hizo que algunos inversionistas sospecharan, infundadamente, que el Banco de Mexico habia relajado su postura de politica monetaria, lo que aceleró la depreciacion del tipo de cambio y presiono al alza las tasas de interes.
- (e) Los eventos anteriores coincidieron con la cercanía de las fechas en las que tradicionalmente se renovaban los "Pactos". Este hecho aumento la incertidumbre sobre el programa macroeconomico que estaria en vigor en los meses subsiguientes.

(f) A finales de octubre, se anunció el ART (Alianza para la Recuperación Económica) acuerdo con el que se fortaleció el PARAUSEL. Desafortunadamente, la firma de este acuerdo coincidió con rumores insidiosos de índole política y con la cesación de múltiples inversionistas del extranjero de retirar sus recursos de México, motivados, entre otros factores, por su práctica de reducir o eliminar a fin de año su exposición cambiaria.

Toda vez que estos fenómenos no correspondían a la situación fundamental de la economía, la Comisión de Cambios resolvió que el Instituto Central interviniera en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (500 m.d. en total). El Banco de México volvió a intervenir otras dos veces en el mercado de cambios en diciembre, vendiendo 205 m.d. en ese mes. Estas intervenciones contribuyeron a ordenar el mercado de cambios. La eficacia de las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario es en parte explicable, por que fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria.⁴⁶

Programas de Sancamiento Bancario y de Apoyo a los Deudores. La crisis económica iniciada a finales de 1994 con la devaluación del peso mexicano tuvo importantes repercusiones sobre la salud del sistema bancario nacional: aumento sin precedente de la cartera vencida de las instituciones de crédito y descenso de sus niveles de capitalización. Para enfrentar estos problemas, salvaguardar el patrimonio de los ahorradores y fortalecer a los intermediarios, se integró un amplio paquete de medidas, que comprendió:

- a) Fortalecimiento del Marco Regulatorio con Fines Prudenciales. Hacia finales de febrero de 1995, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) dispuso el establecimiento de un sistema más estricto de constitución de reservas para créditos en problema actual o potencial. El nuevo sistema exigió que las instituciones constituyeran reservas preventivas equivalentes al 60 por ciento de la cartera vencida o 4 por ciento de la cartera total, lo que resultaría mayor. Esta medida hizo manifiesta la necesidad de recapitalización de la banca.
- b) Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE). La devaluación del peso de finales de 1994 incrementó considerablemente el valor en moneda nacional de los

⁴⁶ IDEM

créditos bancarios denominados en moneda extranjera. En consecuencia, en algunas instituciones el coeficiente capital activos descendió por debajo del mínimo establecido en la normativa. Además, como ya se señaló, las disposiciones sobre constitución de reservas preventivas implicaron la necesidad de recapitalizar algunas instituciones de crédito. En estas condiciones, el FOBAPROA adquirió instrumentos representativos de deuda subordinada emitidos por los bancos comerciales con coeficientes de capital según la regulación (de riesgos crediticios) inferiores al ocho por ciento.

El 31 de marzo de 1995 se incorporaron al Programa cinco instituciones. Los créditos otorgados al amparo de este programa alcanzaron un máximo de 7,008 m.p. en el mes de mayo. Al cierre de diciembre este monto se había reducido a 3,216 m.p., en virtud de que algunos de los bancos apoyados habían liquidado, en parte o en su totalidad, la deuda subordinada a su cargo.

- c) **Financiamiento en Moneda Extranjera.** El propósito de este programa fue el de detener, y eventualmente revertir, la corrida que se suscitó durante los primeros meses del año contra las obligaciones externas de los bancos comerciales. En su momento, el programa explicó apoyo a diecisiete bancos comerciales. Al tiempo de su máxima utilización, ocurrido a principios de abril, el saldo de esos financiamientos alcanzó los 3,900 millones de dólares. Para septiembre, el saldo insóluto era de cero.
- d) **Intervención de Instituciones de Crédito.** En 1995, seis instituciones fueron intervenidas por la CNBV y/o recibieron apoyo de FOBAPROA: Banparis, Banco Obrero, Banco de Oriente, Banco del Centro, Banco Interestatal y Banco Inverlat. Además, Banco Unión y Cremi, instituciones que fueron intervenidas en 1994, recibieron créditos de FOBAPROA durante 1995.
- e) **Programa de Fortalecimiento de Capital con Compra de Cartera.** A lo largo del año se aplicaron medidas adicionales tendientes a que las instituciones bancarias se fortalecieran. La primera de ellas consistió en el ofrecimiento de adquirir de los bancos, contra la toma por estos de bonos a largo plazo emitidos por FOBAPROA, créditos debidamente calificados y provisionados, por un monto equivalente, en la mayoría de las veces, de hasta el doble del capital fresco que los accionistas

aportaran. Para facilitar este proceso se aprobó una importante reforma legal que permite una mayor participación de personas morales mexicanas o extranjeras en el capital de las controladoras de grupos financieros. A diciembre de 1995, doce bancos se habían acogido al programa descrito y se habían efectuado ventas de cartera neta por 67,122 m.p.

- f) **Reestructuración de Créditos en Unidades de Inversión.** Las autoridades, conscientes de la problemática que enfrentan los deudores para cumplir con el pago de los créditos a su cargo, diseñaron un programa de reestructuración de adeudos en Unidades de Inversión (UDIs). La inflación es causa de la amortización acelerada y no pactada de los créditos, considerando su valor en términos reales. Para resolver este serio problema, se creó una unidad de cuenta a la que se ha dado el nombre de Unidad de Inversión o UDI, con valor constante utilizando para denominar los créditos. Según las normas del esquema de reestructuraciones con participación gubernamental, los bancos comerciales conservan el riesgo crediticio, mientras que el gobierno toma el riesgo de tasas de interés derivado de la conversión de los créditos a UDIs. Los créditos reestructurados en UDIs tienen vencimientos a mediano y largo plazos, por lo que el costo fiscal potencial del esquema de UDIs se extiende a lo largo de un periodo prolongado (hasta treinta años). Al igual que el resto de los programas aquí referidos, el de las UDIs no afecta en absoluto el crédito del Banco de México y, en consecuencia, tampoco la base monetaria. A finales de 1995, el avance de los programas de UDIs era del 67 por ciento del monto total asignado para reestructuración de créditos.⁴⁶

- g) **Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADEI).** Para disminuir el impacto de la elevación de las tasas de interés sobre las deudas, en septiembre de 1995 se estableció el Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADEI). Este programa se enfocó principalmente a reducir las tasas activas nominales aplicables a los acreditados en los rubros de tarjeta de crédito, créditos al consumo, créditos empresariales, agropecuarios y para la vivienda, y a promover reestructuraciones de los créditos a plazos mayores.

⁴⁶ IDEM

Los beneficios del Acuerdo cubren tanto a los deudores al corriente en sus pagos como a los morosos. Sin embargo, para que estos últimos tuvieran derecho a los beneficios del programa, deberían, en primer término, suscribir una carta de intención en la que manifiestan su disposición para negociar con su banco acreedor una reestructuración y, en segundo término, haberla llevado a cabo. A finales del año, se habían firmado aproximadamente 540 mil cartas de intención, y formalizado más de 14 millones de reestructuras, lo que representa un avance superior al originalmente anticipado. La instrumentación de este programa no causa expansión monetaria alguna.

La estrategia económica adoptada en 1995 y la perseverancia en su implementación, contribuyeron a corregir los profundos desequilibrios que provocó la interrupción de los flujos de capital del exterior hacia México a finales de 1994 y sentaron las bases para el inicio de una nueva etapa de crecimiento económico sólido y sostenible. Con lo anterior no se quiere decir que todos los problemas estuvieran resueltos. Pero igualmente indebido sería no reconocer, con objetividad, los avances alcanzados. Uno de los objetivos primordiales del programa económico adoptado en 1995, fue abatir los costos sociales de la crisis y en particular, disminuir los efectos de esta sobre el nivel de vida de los estratos más débiles de la sociedad. Algunos avances se lograron a este respecto. Pero no hay duda de que los costos en términos de inflación y desempleo hubieran sido mayores de no haberse implementado una política de estabilización. Los logros obtenidos en materia de reordenamiento macroeconómico durante 1995 no fueron pocos.

- A partir de abril de 1995, la banca mexicana empezó a recuperar la capacidad para renovar la mayoría de sus pasivos externos y contratar nuevos créditos en el exterior.
- El Gobierno Federal obtuvo financiamiento para sustituir las cuantiosas obligaciones en moneda extranjera de corto plazo que venían en 1995, extendiendo a la vez los plazos de sus pasivos externos.
- El enorme riesgo de una corrida masiva en contra de la banca se disipó rápidamente.
- El nivel de sobreendeudamiento de las empresas y familias se redujo.
- Si bien la actividad económica y el empleo sufrieron una inevitable contracción, dichas variables mostraron una mejora hacia finales del año.

- Las tasas de interés declinaron en el transcurso del año con respecto a su máximo nivel observado en marzo.
- La inflación anual pudo ser contenida a menos de la mitad de la depreciación de la moneda nacional ocurrida de mediados de diciembre de 1994 a finales del mismo mes de 1995.
- En el año, las exportaciones totales crecieron 30.6 por ciento; la tasa de crecimiento más alta registrada desde 1980.
- Por último, más no por ello menos importante, en el contexto del régimen cambiario de flotación en vigor, durante lapsos prolongados de 1995 se logró una relativa estabilidad del tipo de cambio, tasas de interés a la baja y expectativas inflacionarias declinantes. Este último demuestra que por sí mismo dicho régimen cambiario no es causa de inestabilidad. Por el contrario, cuando se adopta en conjunción con políticas fiscal y monetaria coherentes y ante la ausencia de factores desestabilizadores de orden social o político, la flotación coadyuva a estabilizar la economía. Los logros alcanzados durante 1995 permitieron afirmar que la crisis se estaba remontando gradual pero firmemente. Pero la recuperación, sino sería plena en la medida de que se perseverase en la aplicación de la estrategia económica adoptada.

En lo que hace a la materia monetaria, que se prosiguió la lucha contra la inflación. Una de las principales lecciones que se derivaron, tanto de la experiencia internacional, como de la propia, es que la política monetaria no tuvo la capacidad para estimular el crecimiento y el empleo.

Si fuera posible aumentar la producción y el empleo en forma sostenida a través de la adopción de políticas expansivas, el problema del crecimiento económico sería de muy fácil solución. Pero el aumento en la producción y el empleo depende de la disponibilidad de recursos reales y esta no puede ser aumentada por vía del simple expediente de expandir los agregados monetarios.

Si en las circunstancias actuales el banco central modificara su política y generara una mayor oferta de dinero, no produciría mayor crecimiento. Dicha política tendría un impacto adverso e inmediato sobre las expectativas de los agentes económicos. En tal caso, el resultado más probable de corto plazo no sería un nivel de actividad más elevado, sino fugas de capital, depreciación del tipo de cambio, aumento de las presiones inflacionarias y elevación de las tasas

de interés. Por esta razón, la política monetaria hace su mejor contribución al crecimiento económico y al empleo cuando se orienta a lograr la estabilidad del nivel general de precios. Los beneficios derivados de las políticas de estabilización y de cambio estructural, particularmente en términos del aumento generalizado del bienestar social, necesitan tiempo para convertirse en una realidad. Por lo mismo resulta indispensable mantener la disciplina fiscal, la prudencia monetaria, la apertura de la economía, los esfuerzos de desregulación y la promoción de mercados eficientes.

CAPITULO III

III. MODELO ECONOMETRICO SOBRE LA POLITICA MONETARIA EN MEXICO 1983-1995.

III. 1. Marco Teórico

El fundamento teórico como objeto de estudio de la investigación que se pretende desarrollar, relativo al desenvolvimiento de la política monetaria en México y concretamente para el estudio empírico de un periodo en que debido a los acontecimientos suscitados principalmente en los años de deterioro de nuestra economía el manejo de política económica a través de la política monetaria represente uno de los problemas de mayor importancia en México. Parte de la confrontación de distintas posiciones relacionadas con el tema desde el punto de vista de la corriente monetarista, basado en el pensamiento de la teoría cuantitativa del dinero y cuyo principal exponente lo encontramos en Milton Friedman.

El Estado contemporáneo esta inmerso en actividades productivas por lo que la preocupación de los teóricos se ha concentrado en la eficacia y los efectos de la política monetaria. La discusión está polarizada entre aquellos que defienden la eficacia de la política monetaria y aquellos que afirman que es totalmente ineficaz. Así la escuela monetarista tiene una posición particular y sostiene que "un aumento en la cantidad de dinero en circulación es incapaz de influir en variables reales, tales como producción, inversión o empleo, como no sea en el corto plazo, ya que a largo plazo solamente incrementa los precios de las mercancías. Por otro lado la tasa de interés afirman, es un fenómeno real determinado por la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores e independiente de la oferta monetaria".³⁰

Los resultados de distintas investigaciones relativas a la aplicación de la política monetaria han llegado a conclusiones opuestas en base a diferentes estudios econométricos. Para el caso de México, se pretende realizar un estudio empírico relativo a la oferta monetaria que ha generado una serie de inflaciones a lo largo de la historia. Así la exposición teórica que a continuación se pretende, sustenta el estudio y medición de este fenómeno económico que contiene características

³⁰ Mantey de Anguiano, Guadalupe, "Lecciones en Economía Monetaria", I.A.C.P.E.S. CH-UNAM, 1994 pp. 95.

propias de un país en desarrollo, que trata de evitar presiones inflacionarias y deflacionarias que se presentan en la economía resultado de la relación entre la cantidad de dinero y el nivel de producción de los bienes reales y servicios, como influye en el nivel general de precios y como a través de medidas de política monetaria se han aplicado para tratar de solucionar los problemas que desencadenan. El problema es entonces, decidirse por una tarifa adecuada de aumento en la cantidad de dinero que no será deflacionaria ni inflacionaria y que asegure el continuo crecimiento de la producción real, altos niveles de empleo continuo y un ingreso real en aumento.

El presente estudio considera como variables principales, para medir este efecto a la Masa Monetaria, índice de Precios al Consumidor y Producto Interno Bruto.

III. 2. La Teoría Cuantitativa del Dinero

Esta es una de las más antiguas teorías del dinero. Trata de explicar los cambios en el valor del dinero, basándose en la relación que existe entre la existencia de dinero y el volumen del comercio. La teoría afirma que en igualdad de condiciones, un aumento en la cantidad de dinero tiende a producir el efecto de aumentar todos los precios proporcionalmente.

Se tienen algunas definiciones de la Teoría Cuantitativa del Dinero.

La ecuación de intercambio

Definida a finales del siglo XIX como expresión matemática, por Irving Fisher y Alfred Marshall.

$$MV=PT$$

M= Cantidad de dinero

V= Velocidad con que circula en las transacciones

P= Nivel de precios

T= Volumen de transacciones

Marshall interpreto la ecuacion cuantitativa como una teoria de la demanda de dinero y decia que la gente preferia tener "poder adquisitivo" no solo en funcion de sus ingresos sino en funcion de sus activos. El considera que el dinero puede demandarse no solo como un medio de cambio sino tambien como un activo financiero, es decir, como un deposito temporal de valor.¹¹

El Monetarismo de Milton Fridman

Fridman considera al dinero no solo como un medio de cambio sino tambien como un activo financiero que compute con otras forma de mantener riqueza

Para el la riqueza puede asumir 2 formas: Saldos monetarios (dinero), valores de renta fija (bonos), valores de renta variable (acciones de empresas), activos fisicos no productivos (joyas, obras de arte, etc.) capital humano

Fridman define el valor de la riqueza como el valor capitalizado del ingreso (y) a la tasa promedio de interes (r). Tasa que se encuentra en funcion del rendimiento nominal esperado de los valores de renta fija y el rendimiento nominal esperado de renta variable, la cual depende de la tasa real de rendimiento y de la tasa de inflacion esperada

La teoria cuantitativa de Fridman: Interpreta la ecuacion cuantitativa como una teoria de la demanda de dinero, no como un modelo de determinacion de los precios o del ingreso.

$M \cdot P = f(r, r_e, p, Y, u, w)$ Puede convertirse en una teoria del nivel de precios si se reescribe de la siguiente manera

$P = M \cdot f(r, r_e, p, u, w) / Y = P(r, r_e, p, u, w) / Y \cdot M$ En esta forma la ecuacion indica el nivel de precios de equilibrio $M_s / M_d = M$. Dado que el ingreso real es conocido, por ser el pleno empleo, la ecuacion tambien indicara el nivel del ingreso nominal de equilibrio. Pero para que la ecuacion de demanda del dinero de Fridman se convierta en un modelo de determinacion de precios y del ingreso nominal se requiere: 1) que las variables u o w sean exogenas, o sea independientes de M , Y y P , porque de otra manera haria falta saber como se determinan, es decir, harian falta

¹¹ IDEM pp 98

ecuaciones para conocer las relaciones de r , b , p , w , u , con M , N , y P , 2) que la oferta de dinero (M_s) sea exógena, o sea independiente de las variables que determinan la demanda, 3) que los precios sean perfectamente flexibles y 4) se requiere conocer el ingreso real de pleno empleo. Así pues, la ecuación de Fridman no constituye un modelo de determinación de precios o del ingreso, mientras no se especifiquen los determinantes de las tasas de interés, el ingreso real, las expectativas de precios, etc.

La teoría de la oferta monetaria exógena lo derivan los monetaristas de los balances bancarios, suponiendo constantes las preferencias por liquidez del público (L_s) y los requisitos de reserva bancaria (r).

La base monetaria (BM) según el balance del banco central es igual a la suma de las reservas internacionales (AI) más el crédito del banco central al gobierno y a los bancos comerciales ($CBG-CB$), más otros activos netos ($OA-K$).

$$BM = AI + CBG + CB + OA - K$$

Los monetaristas afirman dado lo anterior, que la base monetaria tiene 2 fuentes de expansión: una endógena que es la variación de las reservas internacionales (AI) que no puede ser controlada directamente por las autoridades monetarias pues depende de los resultados de la balanza de pagos, y otra exógena que es el crédito directo que otorga el banco central que sí puede controlarse a voluntad de las autoridades y que por lo tanto es una variable instrumental de la política económica.

El papel de la política Monetaria

Los monetaristas reconocen que en el corto plazo puede haber situaciones de desequilibrio por imperfecciones del mercado, y afirman que en casos de desempleo una política monetaria expansiva podría restablecer el equilibrio de pleno empleo sin necesidad de recurrir a la política fiscal. Para ellos la función de demanda de dinero es más estable que ninguna otra función de comportamiento en el sistema económico. Particularmente la demanda de dinero es más estable que la función de consumo, y por lo tanto el multiplicador monetario es un mecanismo confiable para restablecer el equilibrio de pleno empleo. Teóricamente si la oferta monetaria (M_s) es

exógena o al menos una parte de ella, y si la demanda de dinero (M_d) es una función estable del ingreso, un aumento en la oferta monetaria por arriba de la cantidad deseada de dinero haría que la gente gastara sus saldos monetarios excedentes y ese gasto estimularía la expansión del ingreso. Por otra parte si las tasas de rendimiento (r) y re son estables, resultaría absurdo conservar el dinero en lugar de adquirir otros activos, aunque las tasas de interés fueran bajas. Consecuentemente un aumento en la oferta monetaria elevaría el gasto tanto en bienes y servicios como en títulos financieros. La mayor demanda haría subir los precios no solo de las mercancías, sino también de los valores, haciendo descender temporalmente la tasa de interés y estimulando aun más la inversión y el consumo. El ingreso real crecería hasta que la demanda de dinero igualara a la oferta monetaria incrementada y la tasa de interés recuperaría su nivel de equilibrio. Podemos advertir que cuando se suponen condiciones depresivas en la economía, este modelo lleva a conclusiones totalmente opuestas a las que se derivaron del modelo keynesiano. En este último cuando la economía se encontraba en fase depresiva del ciclo, la demanda de dinero se volvía infinitamente elástica a la tasa de interés 2) el multiplicador monetario de af a de operar en el punto mínimo de la tasa de interés correspondiente al estado de liquidez absoluta (trampa de liquidez) y 3) la política monetaria perdía su efectividad, por lo que era necesario recurrir a la política fiscal para restablecer el equilibrio con pleno empleo.

Contrariamente el modelo monetarista señala 1) que la velocidad de circulación del dinero es estable durante la depresión lo mismo que en la prosperidad 2) que el multiplicador monetario es efectivo a cualquier nivel de la tasa de interés y 3) que la política monetaria no pierde su eficacia aunque la tasa de interés se encuentre a sus niveles más bajos por lo que es necesario recurrir a la política fiscal para restablecer el equilibrio de pleno empleo. Además es probable que un aumento en la cantidad de dinero eleve los precios antes de que eleve el ingreso real. Por otra parte Fridman afirma que aunque el impacto inicial de un aumento en la cantidad de dinero sea una reducción en las tasas de interés, a largo plazo el efecto será el contrario y la tasa de interés nominal tenderá a elevarse. De acuerdo con él un aumento en los saldos monetarios por encima de los deseados genera un aumento en el gasto y una reducción en la tasa de interés real pero solo en un primer momento. Una vez que el ingreso real aumenta y con él los precios, ese efecto tiende a revertirse pues la demanda de dinero aumenta al mismo tiempo que los saldos monetarios reales se contraen por efecto de la inflación. Al final afirma, la tasa de interés nominal será mayor de lo que hubiera sido sin la expansión de la oferta monetaria, pues la tasa de interés nominal es igual a la tasa real más la tasa esperada de inflación y esta última se habrá incrementado por efecto de la mayor cantidad de dinero. De la misma manera en que la política monetarista no puede

fijar la tasa de interés real por debajo de su nivel de equilibrio, añade Fridman, tampoco puede fijar la tasa de desempleo a un nivel preestablecido. Aunque inicialmente un aumento en la oferta monetaria eleve el empleo, este efecto es solo temporal y se debe a que los trabajadores tardan en adaptar sus expectativas de precios a la inflación, consumiéndose en trabajar con salarios rígidos mientras los precios de los bienes y servicios que producen están subiendo. A largo plazo, sin embargo, cuando ellos adviertan su error y demanden salarios acorde con el aumento de precios, la tasa de desempleo volverá a su nivel "natural". Para los monetaristas la única contribución que la política monetaria puede hacer al buen funcionamiento del sistema económico es generar un ambiente de estabilidad que permita a los agentes económicos anticipar correctamente el futuro comportamiento de los precios, con solo esto, la política asegurará una mayor eficiencia en el uso de los recursos productivos. Para que los precios sean fácilmente predecibles ellos recomiendan que las autoridades se comprometan a mantener constante el ritmo de crecimiento del medio circulante (o de algún otro agregado monetario que ellas elijan). Fridman ha tratado de definir en el marco de su modelo, cual sería la tasa óptima de crecimiento de la cantidad de dinero. Todo que producir dinero, como requiere recursos reales (p.e. tierra, trabajo, etc.) la tasa óptima de crecimiento de la oferta monetaria sería aquella a la cual el producto marginal del dinero como bien de capital y su utilidad marginal como instrumento de ahorro fueran iguales a cero.

De conformidad con la teoría de Fisher, Fridman supone: 1) que la tasa de interés real de equilibrio (TIR) depende de las preferencias por consumir ahora en lugar de consumir a una fecha futura y 2) que la tasa de interés nominal rb (la que cobra sobre los bonos) es igual a esa tasa de interés real más la tasa de inflación esperada $e \cdot p^*$, o sea: $rb = TIR + p^*$.

Los empresarios señala Fridman demandarán dinero hasta que la productividad marginal de los saldos monetarios PMD (expresada como porcentaje de los saldos) sea igual a la tasa de interés nominal: $PMD = rb = TIR + p^*$ y los ahorradores individuales demandarán saldos monetarios hasta que la utilidad marginal de tener dinero UMD (p.e. en términos de orgullo, seguridad, etc.) más el rendimiento real del dinero, o sea el inverso del aumento de precios $-p^*$, iguales a la tasa de interés real $UMD - P^* = rb - p^* = TIR$. Si expresamos la identidad anterior como $UMD = rb - TIR + p^*$ tenemos que en equilibrio $PMD = UMD = rb - TIR + p^*$, o sea que la productividad marginal del dinero como bien de capital debe ser igual a su utilidad marginal como instrumento de ahorro y ambos deben igualar a la tasa de interés nominal que no es otra cosa que la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación. La cantidad óptima de dinero será aquella a la cual el producto

marginal del dinero y su utilidad marginal sean iguales a cero, puesto que en equilibrio ambos deben igualar a la tasa de interés nominal, la cantidad óptima de dinero será aquella a la cual la tasa de interés nominal sea igual a cero. $PMD=UMD=r=0$. Dado que $r=b \cdot TIR = b \cdot p^*$ para que $r=0$ se requieren que $TIR = p^* = 0$ o lo que es lo mismo que $TIR = p^*$ es decir, que los precios declinan a una tasa exactamente igual a la tasa de interés real. Para Friedman por lo tanto, la cantidad óptima de dinero sería aquella que produzca una deflación exactamente igual a la tasa a la cual los ahorradores descuentan el consumo futuro. A fin de llegar gradualmente a la cantidad óptima de dinero sin producir otros efectos desestabilizadores, él propone que la oferta monetaria crezca al ritmo que aumenta la población de modo que los salarios monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad de la mano de obra. Él sugiere que M_s aumente a un ritmo entre 2 y 3 %.

El Metodo del analisis monetarista

El monetarismo se basa en gran medida sobre trabajo estadístico con series históricas de datos. Sus modelos giran en torno a una función de demanda de dinero estimada que junto con el supuesto de una oferta monetaria exógena (variable determinada por decisión del Banco central) y otros supuestos complementarios, permite determinar el nivel de precios de equilibrio, el ingreso nominal, la balanza de pago, etc.

Las ecuaciones de demanda de dinero estimadas por los monetaristas muestran que la cantidad de dinero en circulación guarda una relación notablemente estable respecto al ingreso. También indican que la demanda de dinero es poco sensible a las tasas de interés. Estos dos resultados han sido utilizados por los proponentes de este enfoque como prueba empírica de la validez de su teoría y como argumento en contra del uso de la política fiscal con fines anticíclicos. Se desprende que la política monetaria nunca pierde su efectividad, aunque esto no implica que los monetaristas recomienden su uso con fines anticíclicos, pues el retraso con que opera el multiplicador monetario es variable por razones que ellos todavía desconocen. Las conclusiones que los monetaristas derivan de su investigación econométrica (respecto a los efectos de M_s sobre los precios, el ingreso nominal y la balanza de pagos) han sido objetadas por teóricos keynesianos, notablemente por Kaldor, debido a que dependen esencialmente del supuesto de que la oferta monetaria es exógena. Como hemos visto, todos los modelos monetaristas de

determinación del nivel de precios, el ingreso nominal o la balanza de pagos, suponen que la oferta monetaria es exógena y que puede ser controlada, al menos en parte, por las autoridades. La forma en que las autoridades llevan a cabo este control, sin embargo, ha recibido poca atención por parte de los teóricos de esta corriente. El ejemplo claro lo encontramos en Friedman quien supone que el dinero entra en circulación por medio de un helicóptero, que lo deja caer sobre la población. En la vida real el dinero puede entrar en circulación de tres formas diferentes: 1) mediante operaciones de mercado abierto, en las cuales la autoridad monetaria deliberadamente compra valores a precios altos deprimiendo artificialmente la tasa de interés; 2) mediante el influjo de moneda extranjera (en operaciones de comercio internacional), cuando esta es presentada a la autoridad monetaria para su cambio a moneda nacional; 3) la forma en que aumenta la cantidad de dinero es a través de una ampliación del crédito para financiar gastos públicos o privados deficientes. Para Kaldor lo interpreta de otra manera. Para él la estabilidad de la velocidad de circulación es resultado de que la demanda de dinero crea su propia oferta y la oferta monetaria es endógena y la baja elasticidad de la demanda de dinero responde a la tasa de interés en lugar de probar la efectividad del multiplicador monetario. Solo demuestra la impotencia de la autoridad monetaria para controlar la oferta de dinero.

III. 3. Agregados Monetarios

Antes de adentrarnos a los agregados monetarios, resulta importante retomar las funciones que el dinero tiene dentro de un sistema económico, las cuales son el agilizar el intercambio de bienes y servicios y facilitar la producción. El dinero es productivo por lo que es esencial del intercambio pues facilita la especialización y la producción.

El dinero cumple tres funciones específicas:

1) Como medio de intercambio, esta función es satisfecha por cualquier cosa que sea generalmente aceptada en el intercambio de bienes y servicios. El "dinero" es el medio de intercambio generalmente aceptado y cualquier cosa que la mayoría de la gente este dispuesta a aceptar a cambio será "dinero".²²

²² Cole Julio H. "Dinero y Banca" DIANA, Mexico, 1992, pp 13

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

2) La unidad monetaria generalmente sirve como la unidad en terminos de la cual se expresan los valores de los demas bienes y servicios y tambien es la unidad usada para medir y comparar la riqueza. El dinero es el comun denominador. La existencia de una unidad de cuenta hace posible el cálculo economico y la determinacion de cambios en la riqueza

3) Reserva de poder adquisitivo. El dinero tambien es usado como reserva de poder adquisitivo, la gente puede no gastar dinero y retener cierta cantidad del mismo para futuras compras, aunque este poder adquisitivo varia en el tiempo y en condiciones inflacionarias, ya que el uso del medio de intercambio como reserva de poder adquisitivo significara una perdida real de poder adquisitivo. El dinero es la maxima expresion de reserva liquida

FUNCIONES DEL DINERO

Agilizar el intercambio de bienes
y servicios

Facilitar la producción y
especialización

Servir como medio de intercambio

Aceptabilidad

Servir como unidad de cuenta

Es común denominador.
Su valor debería ser
estable.

Reserva de poder adquisitivo

Es el producto más
vendible.
Su valor puede cambiar.

Resulta necesario conocer que es la masa monetaria y que factores influyen en los aumentos o disminuciones en la cantidad total del dinero en circulación.

Por Masa Monetaria, se entiende la cantidad de dinero que existe en manos del público en un momento determinado. Ahora, como la función principal del dinero en una economía monetaria es la de servir como medio de pago generalmente aceptado, una medida natural de masa monetaria sería pues, el valor total de todos los instrumentos que pueden ser usados como medio de pago.

Para poder entender como se encuentra compuesta la masa monetaria, a continuación se define cada uno de los agregados que la componen en su actual concepción.

- M1 = Billetes y monedas
Cuentas de cheques M/N
Cuentas de cheques M/E
- M2 = M1 + instrumentos bancarios a corto plazo
Instrumentos bancarios a corto plazo con vencimiento hasta un año de plazo
Moneda Nacional
Moneda extranjera
Aceptaciones bancarias
Moneda Nacional
Moneda extranjera
- M3 = M2 + instrumentos no bancarios a corto plazo
Instrumentos no bancarios a corto plazo
Cetes
Tesobonos M/E
Pagafes M/E
Bonos
Papel comercial
- M4 = M3 + instrumentos a largo plazo = Ficorea
Instrumentos a largo plazo = Ficorea
Con vencimientos a plazo mayor de un año
Moneda Nacional
Moneda extranjera
Instrumentos no bancarios a largo plazo
Petrobonos
Ajustabonos
Bonos de indemnización bancaria
Bonos de renovación urbana
Urbibonos
Obligaciones quirografarias
Obligaciones hipotecarias

Pagares de empresas privadas

FICORCA

Moneda Nacional

Moneda extranjera

Fondos del sistema de ahorro para el retiro

Fuente: Banco de Mexico

CAPITULO IV

IV.1. DEFINICION DE VARIABLES UTILIZADAS

TASA DE INTERES

Para los clásicos la tasa de interés era una recompensa por el ahorro o por posponer el consumo, sin embargo para Keynes, la tasa de interés representaba un premio por desprenderse de la liquidez a cambio de mantener la liquidez en otras formas diferentes del dinero y sostuvo que la gente demandaba dinero por tres motivos: transacciones, precaución y especulación, en los dos primeros casos, es función de la tasa de interés y del ingreso, y en el último únicamente de la tasa de interés.

PRODUCTO INTERNO BRUTO

Es el valor monetario a precios de mercado de todos los bienes y servicios producidos por una economía en un período de tiempo determinado.

TIPO DE CAMBIO

El tipo de cambio se define como el precio de una moneda extranjera, en términos de una unidad monetaria doméstica. Las políticas de tipo de cambio tienen como objetivo solucionar la variabilidad que se da por dos motivos: la volatilidad y la desalineación. La primera es la oscilación de los tipos de cambio durante un período corto de tiempo (día a día, mes a mes), como puede ocurrirle a cualquier clase de activo. La desalineación consiste en la desviación persistente de un tipo de cambio respecto a su nivel competitivo a largo plazo.

Existen diferentes definiciones de tipo de cambio:

Tipo de cambio bilateral nominal, el cual se determina por la oferta y la demanda de la moneda respectiva.

Tipo de cambio efectivo, que se calcula a partir de índices de precios y de tipos de cambio ponderados por comercio internacional y mide el valor de una moneda respecto al resto de las divisas del mercado simultáneamente. Estos son índices, es decir, se computan a partir de una canasta ponderada de distintas monedas que se expresan como un número relativo a un año base, el cual recibe el valor de 100 para lo cual es indispensable considerar que tipos de cambio incluir y cómo ponderarlos. La estimación más simple es el índice ponderado por comercio bilateral.

Tipo de cambio real, son los tipos de cambio nominales ajustados por el índice general de precios interno y externo, el cual proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra. Este tipo de cambio se usa frecuentemente como indicador de la competitividad internacional de la moneda de un país, y para juzgar el grado de sobrevaluación e subvaluación de dicha moneda. Se obtiene multiplicando el tipo de cambio nominal por el índice de precios externo y esto dividido entre el índice nacional de precios.

Asimismo, las políticas cambiarias dependen de considerar los tipos de cambio fijos y flexibles.

$$LM1 = -31.05 + 4.39 \text{ LPIB} - 0.118 \text{ LTC} - 0.089 \text{ LTI}$$

Observamos que los datos representados en la regresión de la parte superior de la hoja corresponden a las diferentes pruebas de significancia y estimación. Por nuestra parte es importante analizar la R^2 o R squared, la F statistic y la Durbin Watson stat, así como la desviación estándar y la t student.

En el modelo que presentamos observamos una R^2 óptima en donde se define el grado de error de estimación y de especificación del mismo. La R^2 óptima debe ser mayor a 75 con lo cual se encuentra en que medida ajusta la línea de regresión muestral a los datos.

La prueba F se calcula a partir de los grados de libertad del numerador y el denominador en tablas para ser comparada con la F calculada. El modelo es significativo siempre y cuando la F calculada sea mayor a F de tablas. En nuestro caso tenemos una F_c de 14.89 y un F_t de 3.80 lo cual indica significancia estadística.

De igual cuenta debemos encontrar la t de tablas para compararla con la t de cada una de nuestras variables calculadas y ver cuales se pueden eliminar del modelo para simplificar y ser más específicos. La t de tablas es de +/- 2.160. Lo cual indica que todas las variables explican en gran medida a $M1$ excepto la $T1$ pues se puede considerar que estas dos son parte de causa y efecto, esto quiere decir que para controlar la $T1$ se manipula la emisión monetaria por $M1$ y así sucede en el caso contrario. De tal suerte que la $T1$ se puede eliminar del modelo haciendo una nueva regresión y analizando de nueva cuenta los principales indicadores de significancia y estimación.

Una Durbin Watson que se acerca a dos decimos significa que no existe autocorrelación. En nuestro modelo se puede corroborar con un cálculo de 1.77.

Así tenemos que interpretar la relación que guarda la $M1$ con respecto al PIB al TC y la $T1$ por lo que existe la posibilidad de encontrar diferentes grados de relación directa e inversa así como de importancia.

Según nuestra regresión

$$dM1/d\text{PIB} = 4.39$$

Un incremento en una unidad de $M1$ implica un incremento en el PIB de 4.39 unidades.

$$dM1/d\text{TC} = -0.118$$

Un incremento en una unidad de $M1$ implica una disminución en el TC de -0.118 unidades.

$$dM1/dT1 = -0.089$$

Un incremento en una unidad de $M1$ implica una disminución de la $T1$ de -0.089 unidades.

LS // Dependent Variable is $\ln Y$
Date: 8-17-1997 / Time: 9:25
SMPL range: 1980 - 1995
Number of observations: 16

```
=====
VARIABLE      COEFFICIENT      STD. ERROR      T-STAT.      2-TAIL SIG.
=====
C              -31.051631       13.932707       -2.2286861    0.0457
LPIB           4.3932827       1.5843214       2.7729744    0.0169
LTC            -0.1180246      0.0519609      -2.274427    0.0423
LTI            -0.0890289      0.1359412      -0.6549072    0.5249
=====
R-squared      0.788355        Mean of dependent var      6.134720
Adjusted R-squared 0.735444        S.D. of dependent var      0.319864
S.E. of regression 0.164522        Sum of squared resid       0.324809
Log likelihood  8.473830        F-statistic                 14.89959
Durbin-Watson stat 1.774542        Prob(F-statistic)          0.000238
=====
```

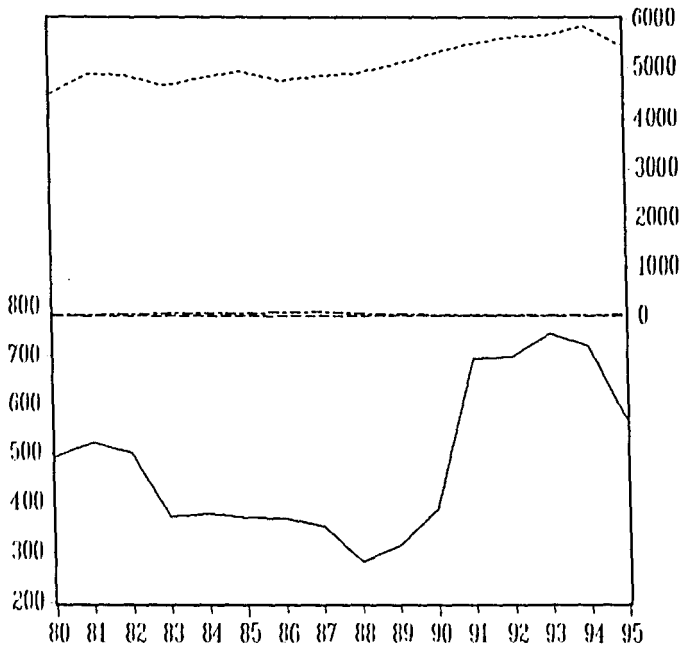
Date: 8-17-1997 / Time: 9:38

SMPL range: 1980 - 1995

Number of observations: 16

```
=====
Variable          Mean          S.D.          Maximum          Minimum
=====
LM1                6.1347201    0.3198636    6.6148860    5.6314630
LP1B               8.5301818    0.0797599    8.6738890    8.4051440
LTC               -0.1809580    1.8397716    1.9928890    -3.7610200
LTI                3.4877082    0.6173288    4.5265660    2.5892670
=====
Covariance          Correlation
=====
LM1, LM1            0.0959182            1.0000000
LM1, LP1B           0.0166964            0.6980746
LM1, LTC            0.0932960            0.1691076
LM1, LTI            -0.1491305           -0.8055297
LP1B, LP1B          0.0059640            1.0000000
LP1B, LTC           0.1035823            0.7529497
LP1B, LTI           -0.0305515           -0.6618502
LTC, LTC            3.1732120            1.0000000
LTC, LTI            -0.1431782           -0.1344699
LTI, LTI            0.3572764            1.0000000
=====
```

obs	M1	FIB	TC	TI
1980	491.4000	4470.000	0.023260	39.34000
1981	519.8600	4862.200	0.036230	35.58000
1982	498.7000	4831.700	0.148500	36.53000
1983	370.1000	4628.900	0.161350	57.28000
1984	377.6500	4796.100	0.209970	46.84000
1985	369.7900	4920.440	0.447500	55.23000
1986	367.4800	4735.750	0.815006	75.91000
1987	352.2300	4823.600	1.227500	92.44000
1988	279.0700	4883.600	2.297500	62.70000
1989	312.1200	5047.100	2.680750	30.86000
1990	386.5600	5271.500	2.643150	27.88000
1991	693.8700	5462.600	3.074950	16.56000
1992	696.8900	5615.800	3.118650	14.48000
1993	746.1200	5649.600	3.191500	15.06000
1994	721.2400	5848.200	4.851300	13.32000
1995	569.1600	5442.990	7.336700	36.12000



— MI	- - - TC
..... PIB	- . - . TI

CONCLUSIONES

Por razones de orden legal como de carácter económico, la política monetaria debe orientarse a combatir la inflación, en el primer caso el estatuto del Banco de México ha dado a este el mandato de procurar, como objetivo prioritario, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, y en el segundo porque la inflación causa graves trastornos a la economía. En los últimos diez años se ha dedicado especial atención a la política monetaria como el elemento fundamental para disminuir la inflación. Lo anterior se dio en el contexto de los objetivos planteados en los pactos de solidaridad y crecimiento económico.

A raíz del estallamiento de la crisis de 1994 se da un régimen de flotación y no se ve la posibilidad o la conveniencia de sustituirlo en el futuro previsible. Este tiene el defecto de producir incertidumbre cambiaria, sin embargo, ningún régimen cambiario puede o ha podido mantener el tipo de cambio real constante en el largo plazo antes de ciertos movimientos fundamentales en la economía.

El Banco de México establece como indicadores de política monetaria, las tendencias de los precios, los movimientos del tipo de cambio, los resultados de las negociaciones salariales y el nivel de ocupación de la planta productiva y de la mano de obra. Con base en estos y en experiencia de la forma en que inciden sobre la consecución de la meta inflacionaria, los bancos centrales van ajustando de tiempo en tiempo el monto o las condiciones en que otorgan el crédito primario, sin comprometerse a observar reglas específicas.

Anteriormente, era común que los bancos centrales adoptaran reglas, las cuales solían consistir en establecer un objetivo definido en términos del crecimiento de algún agregado monetario y actuar en consecuencia. Esta práctica se fundaba en el supuesto de que existe una relación estable entre la evolución de los agregados monetarios, o de alguno de ellos, y la trayectoria de Producto Interno Bruto (PIB), considerado en términos nominales. Por consiguiente, se suponía también una relación estable entre dichos agregados y el nivel general de los precios.

Esta tenia como merito fundamental el permitir al publico comprobar con facilidad si el banco central estaba cumpliendo con su programa monetario, sin embargo, estos objetivos cuantitativos se han venido abandonando en algunos paises.

En el caso de Mexico, lo anterior resulta de vital importancia en la coyuntura actual en la que el régimen de flotacion cambiaria expone la accion de algunos elementos controlables por el Banco Central, que tienen una influencia potencial significativa sobre el nivel general de los precios, como son los flujos internacionales de capital determinados por acontecimientos que ocurren en el exterior o en el ambito estrateconomico; por lo que seria muy riesgoso establecer objetivos inflacionarios precisos.

En tal sentido, el modelo econométrico pretendia demostrar la relacion existente entre la masa monetaria (M1) y las variables macroeconomicas: Producto Interno Bruto (PIB), Tipo de Cambio (TC) y Tasa de Interes (TI), del cual podemos concluir que existe una R² optima (78) que nos mide en que medida se ajusta la linea de regresion a los datos.

Asimismo, que hay una relacion positiva entre M1 y el PIB, esto es, que cuando M1 aumenta en una unidad, el PIB lo hace en 4.39 unidades, y una relacion negativa entre M1 y el tipo de cambio y la tasa de interes. En el primer caso, un aumento de M1 en una unidad implica una disminucion de 0.118 unidades; y en el segundo, de 0.089 unidades.

Por otro lado, todas las variables explican en gran medida M1, excepto la tasa de interes pues estas dos son parte de causa y efecto, lo cual significa que para controlar la tasa de interes se manipula la emision monetaria por M1 y asi sucede en el caso contrario, por lo que la tasa de interes se puede eliminar del modelo corriente, una nueva regresion y analizando de nueva cuenta los indicadores de significancia y estimacion.

Por último, los lineamientos de politica monetaria para 1996 son cinco: 1) la oferta de dinero primario se ajustara diariamente en relacion con la demanda esperada de base monetaria. Dicho ajuste se hace a partir variaciones del credito interno, que tiene un limite maximo de 15 mil millones de pesos, lo que significa que el credito interno crecera a una tasa similar a la que resulta

de resulta de combinar las tasas de crecimiento esperadas del PIB y de la inflación (20.5%), según estimaciones del Banco de México, 3) en la manipulación expansiva o contractiva de la oferta de crédito primario influyen en la base monetaria y el tipo de cambio, el saldo de la balanza en cuenta corriente y en la balanza de capitales, la revisión de los contratos colectivos de trabajo y los precios al productor, 4) el exceso de demanda de base monetaria se satisfara con variaciones de los activos internacionales netos y 5) se esterilizara el efecto monetario derivado del credito otorgado a FOBAPROA y a FAMEVAL.

Los resultados arrojan un crecimiento del PIB del 4.5% en comparacion con el 7% negativo de 1995, una tasa de desempleo de 4.1% (en 1995 esta fue de 5.5%) y una inflacion de cerca de la mitad de lo que fue 1995.

En síntesis, la política monetaria continuara abatiendo la inflación para alcanzar unas tasas de interes mas bajas y de esta forma reactivar el crecimiento de la economía.

BIBLIOGRAFIA

- Amaude Aldo A. "Economía Monetaria" Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2a Edición revisada y actualizada 1992
- Arroyo Ortiz Juan Pablo, Noriega Ureña Fernando Antonio "Economía Mexicana 1995 Programa de Política Económica sin Costo Social", USAM Facultad de Economía Sistema de Universidad Abierta 1995
- Aspe Armella Pedro, "El camino mexicano de la transformación económica", textos de FCE, 1993.
- Aspe Armella Pedro, "El camino mexicano de la transformación económica", Textos de FCE 1993
- Barro R J "Macroeconomía", Mc. Graw Hill 1994
- Bazdresch, Carlos., Bucay Nisso, Lozada Soledad y Lustig (compiladores) Aspe Pedro, "Estabilización macroeconómica y cambio estructural "La experiencia de México 1982-1988" "México Auge, crisis y Ajuste", 73** FCE México 1992
- Brothers, Dwight y Solís Leopoldo (compiladores) "México, el Búsqueda de una nueva estrategia de Desarrollo", FCE México 1997
- Cole Julio H. "Dineros Banca Orígenes y Funciones", Editorial Diana, México 1992
- Compiladores Banda Ariel, Mea Della Humberto, Vaz Daniel E. "Lecciones de la crisis los programas de ajuste en América Latina", Banco Interamericano de Desarrollo, CEMLA, 1995
- Contreras Benjamin y Aurnheime, Leonardo "El control de la tasa de interés con restricción presupuestaria, Determinación de los precios y otros resultados", El Trimestre Económico, FCE México, Julio-Septiembre 1993, Núm. 24
- Cuadrado Roura Juan R. "Introducción a la Política Económica", Mc. Graw Hill 1995.
- García G.P. Márcio, "Política monetaria y formador de expectativas de inflación ¿Cuanto agree más, el gobierno o el mercado o futuro?", El Trimestre Económico FCE 1995.
- Girón Alicia, Ortiz Edgar, Correa Eugenia. "Integración Económica y T.L.C. retos y perspectivas", XXI 1995.
- Gomez Oliver, Antom "Política monetaria y fiscal de México", La experiencia desde la posguerra, 1946-1976 FCE 1981
- Guillén Romo Hector. "El sexenio de crecimiento cero México 1982-1988", Ediciones Era 1994.
- Gurría Jose Angel. "La política de la deuda externa", Una visión de la Modernización de México FCE 1993.
- Hansen Alvin H. "Teoría Monetaria y Política Fiscal", FCE 1974

Herschel Federico J. "Política Económica", XXI 1973

Ibarra Muñoz Clark W Reynolds, Jaime Ros Bosch. "Propuestas para México", UNAM
Facultad de Economía 1961-1965. 1995

Informe Anual 1983 a 1995 "Banco de México"

Intrigator Michael D. "Modelos econométricos, técnicas y aplicaciones", Textos de Economía,
Fondo de Cultura Económica

Jacome H Luis I. "Devaluación real y actividad económica. Apuntes acerca del papel de los choques externos y de las políticas que los provocan", El Trimestre Económico FCE 1995

Jarque Carlos M. y Tellez K. Luis "El Combate a la inflación", presentación de Rudger Dornbush 1993

Lazcano Espinoza Enrique "Política Económica en México", IMIEF 1987

LeRoy Miller Roger, W. Pulsinelli Robert "Monedas y Bancos", Mc Graw Hill 1992

López G. Julio "La Economía del Capitalismo Contemporáneo", Teoría de la Demanda Efectiva, Facultad de Economía Economía de los 80 UNAM 1987

Mancera Aguayo Miguel "Consideraciones sobre política monetaria", Ejercicios de Finanzas, Año XXV No. 5, 1996

Manseli Carstens Catherine "Las Suavías Finanzas en México", IIFAMIMEF 1992

Mantey de Anguiano Guadalupe "El Programa de economía monetaria", UCAPY P-CCH-UNAM

Mimeo Banco de México

Mantey de Anguiano Guadalupe "Modelos Neoliberales de Desarrollo", UCAPY P-CCH-UNAM

Mantey de Anguiano Guadalupe "Lecciones de Economía Monetaria", UNAM-UCAPY-P-CCH México 1994

Marín Manuel, Martín José L., Oliver Ma. Dolores, De la Torre Antonio, "La operativa en los mercados financieros casos prácticos", Ariel Economía 995

May Kanosky, "Diseño de una reforma fiscal óptima" el caso de México, El Colegio de México 1985.

Meghnad Desai "El monetarismo a prueba", FCE 1989

Mena Hugo. "Es MI el agregado pertinente para la demanda de dinero: La demanda empresarial de saldos para transacciones. Un modelo simple de equilibrio parcial", El Trimestre Económico FCE 1995.

Newlyn W.T. "Teoría Monetaria", FCE 1961

Oks Daniel y Winbergen Sweder van. "México después de la crisis de la deuda: ¿será sostenible el crecimiento?", Economía Mexicana CIDE 1995

Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988 "Poder Ejecutivo Federal"

Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 "Poder Ejecutivo Federal"

Quijano Jose Manuel "México, Estado y Banca Privada", Ensayos de CIDE 1981

Retchkiman K. Beniamin "Política Fiscal Mexicana", Universidad Nacional Autónoma de México 1979

Rivera Rios Miguel Angel "El Nuevo Capitalismo Mexicano", El proceso de reestructuración en los años ochenta 1992

Sanchez Danza Alfredo, Juárez Gloria de la Luz, mancella L. Esteban "Seminario de Política Económica II, Autonomía del banco de México", Universidad Autónoma Metropolitana 1995

Schwart Moises J. "Exchange Rate bands and Monetary Policy: The Case of Mexico", Economía Mexicana CIDE 1995.

Solis Leopoldo. "Crisis económica financiera 1994-1995", Fondo de Cultura Económica/Economía Latinoamericana, 1996.

Solis Leopoldo. "Crisis económica-financiera 1994-1995", El Colegio Nacional FCE 1996.

Solis Leopoldo "Medio Siglo en la vida Económica de México 1943-1993", El Colegio Nacional 1994

Tapia Maruri Joaquín "La reacción de algunas tasas de interés ante cambios de la tasa líder en una economía abierta. Un análisis para México: abril de 1984-noviembre de 1989", Economía Mexicana CIDE 1993

Valderrabano Hernandez Pabito Diego "Incidencias de la Política Fiscal y la Política Monetaria en el desarrollo económico de México 1977-1987", México 1984

Villareal Rene "La Contrarrevolución Monetarista", Teoría, Política Económica e Ideología del Neoliberalismo, Oceano