



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA



La instrumentación de la política  
monetaria y sus implicaciones en la  
economía mexicana: 1993- 2000.

Tesis que presenta la alumna  
Azul Quiroz Martínez  
para obtener el grado de Lic. en Economía.

Asesor: Lic. Miguel González Ibarra.



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 estas alturas me es difícil poder escribir estas líneas, raro, puesto que por mucho tiempo estuve impaciente por hacerlo, y ahora que tengo la oportunidad no se que me pasa, después de todo, tengo bastantes cosas que agradecer.

Para empezar, este trabajo está dedicado a la persona más importante en mi vida, que es mi madre, Martha C. Martínez Lázaro. Sin ella y su apoyo continuo no estaría aquí, gracias “vochita”, te quiero muchísimo, no lo olvides nunca.

A mi padre, Francisco J. Quiroz Reyes, cuyo su ejemplo y dedicación a lo que hace me han dado las bases de lo que soy y puedo ser.

A las cosas peludas de mis hermanos, Carlos y Daniel, o mejor conocidos en el bajo mundo como el Toa y el Huevo, que aunque siempre no la pasamos peleando no concebiría la vida sin ustedes.

A la persona que más extraño en este mundo, que a pesar de que no está en estos momentos conmigo, se perfectamente que algún día la volveré a encontrar. Perdóname por no haberme apurado para que vieras esto.

A mi tía Leonor, por sus consejos, a mi tío Zacarías, a mi primo Alberto y en especial a Helí, por sus eternos regaños y por compartir momentos tan importantes de mi infancia. Tengo muchos recuerdos de ambos haciendo diabluras, gracias por estar ahí.

A mi abuelita Cholita, que a pesar de no tener mucho contacto, siempre hay una oración para ella.

A mis grandes amigas, que espero que tengan la oportunidad de leer estas palabras. Para empezar, quiero mencionar a Vanessa, gracias por tu sincera amistad, que haciendo cuentas tiene más de diez años y que a pesar de no tener la oportunidad de vernos tan seguido como quisiéramos, disfruto mucho nuestras pláticas en un simple café. A las “gusanas”, empezando por Elizabeth, gracias por ser una persona muy distinta a la que yo originalmente creí (no es cierto), gracias por tu amistad sincera y por todo el apoyo que siempre me has dado, así como por la confianza de poder contar contigo bajo cualquier circunstancia.

A Nancy, con la quien siempre he pensado que me identifico por muchas cosas (tu sabes cuales), gracias por ser como eres y por entender mis loqueras, y sobre todo por darme la oportunidad de conocerte.

A Lupe por ser tan...Lupe, por tu compañía y por esos momentos. En general gracias por haber hecho mi estancia en la Facultad tan amena y divertida.

Quisiera dar un especial agradecimiento al Dr. Julio López Gallardo, por los consejos recibidos, por el tiempo en que tuve el privilegio de trabajar con usted, y por los comentarios a este trabajo. Al Lic. José Isaías Morales Nájara, por el apoyo y la confianza recibida en los momentos difíciles y que culminaron en la realización de esta tesis, y a mi asesor de tesis el. Lic. Miguel González Ibarra por la ayuda recibida y sus recomendaciones.

A La Universidad Nacional Autónoma de México, por haberme abierto sus puertas.

Principalmente a ti mi niño, mil gracias por todo el cariño y apoyo que le has brindado a esta niña que te adora. Gracias por estar ahí y perdona todas mis histerias, se que en ocasiones soy bastante difícil de entender, sin embargo, no soy tan mala. Ya en serio, gracias por brindarme todo lo que en mi vida he anhelado, sin ti, esto no sería posible.

Sobre todo a Dios, por todas las bendiciones recibidas.

Abril 2004.

# Índice.

## INTRODUCCIÓN.

### CAPITULO 1

#### **Marco institucional de la política monetaria en México.**

1.1	Definición de banco central.	16
1.2	Origen del Banco de México.	17
1.3	El nuevo régimen del Banco de México.	22
1.3.1	Justificación de la autonomía de la banca central.	23
1.3.2	Autonomía de Banco de México.	29
1.4	Estructura formal del Banco de México	33
1.4.1	Junta de Gobierno	33
1.4.1.1	Facultades de la Junta de Gobierno y del Gobernador	34
1.4.2	Comisión de Cambios.	35
1.5	Funciones y facultades del Banco de México.	36
1.5.1	Objetivo prioritario del Banco de México.	36
1.5.2	Funciones exclusivas del Banco de México.	37
1.5.3	Funciones del Banco de México.	37
1.5.4	Facultades del Banco de México	39
1.5.4.1	En materia monetaria	40
1.5.4.2	En materia cambiaria.	40
1.6	Rendición de cuentas, transparencia y comunicación.	41
1.6.1	Independencia de la banca central, rendimiento de cuentas y transparencia.	41
1.6.2	Papel de la comunicación en la estrategia de política monetaria.	45
1.6.2.1	La estrategia de la comunicación en el ámbito del esquema de inflación- objetivo	48
1.7	Conclusiones.	49

## **CAPITULO 2**

### **Estrategia de política monetaria por el Banco de México.**

2.1	Estabilidad de precios: Objetivo fundamental de la Política monetaria.	53
2.1.1	Costos de inflación.	55
2.1.1.1	Costos cuando la inflación es no anticipada.	55
2.1.1.2	Costos cuando la inflación es anticipada.	59
2.2	Función y limitaciones de la Política monetaria	60
2.3	Consideraciones generales para la formulación de la política monetaria	62
2.3.1	Marco conceptual.	62
2.4	Mecanismo de transmisión de la Política monetaria.	68
2.4.1	Canales de transmisión de la política monetaria.	70
2.4.1.1	Canal del tipo de interés.	72
2.4.1.2	Canal del crédito.	75
2.4.1.3	Canal del precio de otros activos.	80
2.4.1.4	Canal del tipo de cambio.	87
2.5	Conclusiones	90

## **CAPITULO 3**

### **Instrumentación práctica de la política monetaria en México.**

3.1	Fundamentos de la política monetaria.	95
3.1.1	Intervención de Banco de México en el mercado de dinero.	97
3.1.1.1	Composición de la base monetaria. Manejo de liquidez.	99
3.1.1.2	Mercado de nivelación.	104
3.1.2	Régimen de Saldos Acumulados (SA).	105
3.1.2.1	Señales de política monetaria.	109
3.2	Selección de instrumentos de política monetaria.	111
3.2.1	Operaciones de mercado abierto.	114

3.2.1.1	Operaciones de reporto en valores denominados en moneda nacional.	117
3.2.1.2	Compra/ venta definitiva de valores denominados en moneda nacional.	118
3.2.1.3	Créditos o depósitos en el banco central.	119
3.2.1.4	Compra/ venta definitiva de valores denominados en moneda extranjera.	119
3.2.1.5	Operaciones de Swap en moneda extranjera.	120
3.2.1.6	Ventajas de las operaciones de mercado abierto.	120
3.2.2	Requerimientos de reserva o encaje legal.	121
3.2.3	Ventanillas para el manejo de liquidez.	123
3.2.3.1	Política de descuento	124
3.2.4	Transferencia de depósitos del gobierno entre el banco Central y la banca comercial.	126
3.2.5	Otros instrumentos de política monetaria y crediticia.	126
3.3	Evolución del esquema de metas u objetivos explícitos de inflación (IT) como instrumento de política monetaria en México.	127
3.4	Conclusiones.	131

## **CAPITULO 4.**

### **Decisiones de política monetaria adoptadas en los años 1993-2000.**

4.1	Antecedentes generales	136
4.2	Política de estabilización en México: diciembre de 1987-1994.	137
4.2.1	Resultados del programa de estabilización.	144
4.3	Crisis económica de 1994.	146
4.3.1	Políticas de ajuste.	146
4.4	La política monetaria en México: 1994- 2000.	147
4.4.1	Política monetaria en el periodo 1995- 2000.	148
4.4.2	Resultados de política monetaria.	156
4.5	Una política monetaria alternativa para México.	170

4.5.1 Conclusiones.	183
<b>Conclusiones finales.</b>	<b>189</b>
<b>Anexo estadístico.</b>	<b>197</b>
<b>Bibliografía.</b>	<b>211</b>



## Introducción

**D**urante los últimos años, la instrumentación de la política monetaria por diversos bancos centrales ha evolucionado hacia una mayor utilización de mecanismos de mercado, llegando a la conclusión de que la mejor aportación que puede hacer un banco central al bienestar económico es garantizar la estabilidad del valor de la moneda, motivo por el cual la estabilidad del nivel general de los precios de bienes y servicios así como del tipo de cambio se han convertido en sus objetivos prioritarios. Sin embargo, para alcanzar dicho objetivo, ha dejado de lado políticas encaminadas a lograr altas y sostenidas tasas de crecimiento económico, mejores niveles del poder adquisitivo de la población y aumento de la competitividad de la planta nacional frente al exterior, entre otros factores.

Considerando las políticas aplicadas en años recientes, se ha observado que el Banco de México ha cumplido con los objetivos propuestos de estabilidad monetaria pues ha manteniendo la inflación dentro de los márgenes esperados, sin embargo, ha sido a través de una política monetaria restrictiva con altas tasas de interés y sobrevaluación cambiaria en función del capital extranjero, dada la fuerte dependencia que la economía mexicana tiene con respecto a éste para el desarrollo económico. Esto nos lleva a la hipótesis de nuestro trabajo, la cual se centra en comprobar que las acciones de política monetaria aplicadas durante el periodo 1993-2000, no han resultado del todo eficientes pues las condiciones económicas y sociales crecen a un ritmo muy lento, crecimiento que es inferior a las necesidades de la nación, y por lo tanto, es factible la aplicación de una política monetaria alternativa que subsane sus deficiencias.

El objetivo principal planteado en esta investigación es demostrar que la aplicación de las medidas de política monetaria durante el periodo de estudio no han resultado eficaces dadas las condiciones económicas por las que atravesaba México, asimismo, busca conocer la forma como Banco de México ha venido instrumentando la política monetaria durante dicho periodo. Dentro de los objetivos particulares se plantea analizar la forma en como el banco central formula la estrategia de política monetaria a través de los distintos mecanismos de transmisión e instrumentos monetarios que tiene bajo su mando. Paralelamente pretende plantear una política monetaria alternativa la cual se encamine al logro de los mismos objetivos de estabilidad, sin afectar de forma tan aguda el contexto social mexicano.

Este trabajo se encuentra organizado de la siguiente forma:

El capítulo primero tiene como intención adentrarnos en el marco institucional de Banco de México, analizando el contexto legal a través del cual realiza a cabo sus acciones como banco rector de la economía y ver si es el indicado para nuestro país, entendiendo con ello que el contar con un marco institucional bien delimitado y acorde a las necesidades básicas de crecimiento del país es requisito básico para una eficiente asignación de recursos productivos y la realización de mayores niveles de desarrollo económico.

El segundo capítulo presenta un análisis de los principales elementos que constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y los distintos canales que conforman el mismo, cuyo efecto final se traduce ya sea en un aumento o disminución en el nivel general de precios. Asimismo se hace un repaso del marco conceptual para la formulación de la política monetaria, el cual abarca la definición del objetivo final para el caso mexicano, centrándose exclusivamente en la estabilidad de los precios, así como en la determinación de los objetivos o variables intermedias e instrumentales.

El siguiente capítulo tiene como finalidad analizar la forma en como Banco de México en los últimos años ha venido instrumentando su política monetaria en especial a través de una mayor utilización de los mecanismos de mercado, haciendo énfasis en la menor utilización de los requerimientos de reserva como instrumento de política monetaria, lo cual se vino a hacer más evidente a raíz de la crisis financiera de 1994. Asimismo se hace una revisión de los principales instrumentos de política monetaria, en especial en la utilización del régimen de Saldo Acumulados.

El cuarto y último capítulo presenta un análisis de los aspectos empíricos de la política monetaria que caracterizaron el periodo de estudio de este trabajo. Asimismo se pretende demostrar que la actual política monetaria a pesar de que ha resultado favorable en torno a sus propios objetivos, en realidad ha resultado ser poco exitosa, debido a los costos que han venido surgiendo como consecuencia de privilegiar políticas de estabilidad monetaria.

El capítulo termina con una propuesta de política monetaria alternativa para México, en la cual se plantean algunas modificaciones tanto en materia monetaria como en materia cambiaria.

La instrumentación de la  
Política Monetaria y sus  
implicaciones en la economía  
mexicana: 1993-2000.

# Capítulo 1

Marco institucional de la  
política monetaria en  
México

En términos generales la política monetaria representa una de las principales herramientas con las que la autoridad monetaria cuenta para promover el crecimiento económico y la baja inflación en la economía. Bajo este contexto y mediante el empleo de los diferentes instrumentos de control monetario se puede definir a la política monetaria como la serie de acciones que las autoridades monetarias realizan con el fin de controlar las variaciones en la cantidad total de dinero y las condiciones crediticias en la economía, los tipos de interés y tipo de cambio, con el objetivo de contribuir con los demás instrumentos de política económica al fomento de la producción y el empleo con bajo niveles de inflación y estabilidad en la balanza de pagos.

Sin embargo, para el caso de México la definición de política monetaria se encuentra sumamente restringida, puesto que como veremos a lo largo de este capítulo, solo esta encaminada al logro de un objetivo unitario, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, por lo que el margen de acción de las autoridades del instituto emisor se ve limitado para enfrentar otra serie de problemas, en especial de tipo financiero, productivo y externo.

No debe perderse de vista el hecho de que la política monetaria no constituye una panacea para la regulación económica, sin embargo representa un instrumento importante para lograr la estabilización, por lo tanto es indispensable contar además con una serie de políticas en materia fiscal, industrial, comercial, laboral, salarial, educativa, etc. que le den consistencia, así como de un marco institucional adecuado en el cual se desarrolle correctamente la actividad económica poniendo énfasis en el gobierno y el sector financiero.

La importancia de analizar el contexto legal a través del cual el banco central lleva a cabo sus acciones radica en que un marco institucional bien delimitado y acorde a las necesidades básicas de crecimiento del país es requisito básico para una eficiente asignación de recursos productivos y la realización de mayores niveles de desarrollo económico. Dicho marco legal, al representar un conjunto de estructuras de incentivos mediante los cuales los agentes económicos actúan y realizan sus propias elecciones (Ayala, 1999), le brinda al banco central la oportunidad de alcanzar una mayor y mejor coordinación entre los agentes económicos, promoviendo de esta forma un mejor desempeño de la economía.

Para poder determinar los verdaderos alcances y limitaciones de la política monetaria, es necesario tomar en consideración el entorno

institucional en el que ha estado inmerso Banco de México (Banxico). En este sentido, la fundación de Banxico, constituye el primer paso hacia la institucionalización y consolidación del sistema financiero mexicano. De esta forma, en la medida que se cuente con un sistema financiero sólido, regulado y con un banco central independiente a la cabeza, se podrá alcanzar un desarrollo sostenido de la economía, puesto que éste, en compañía de las demás instituciones que componen el sistema financiero son los que dan las condiciones necesarias para la creación de un marco macroeconómico de estabilidad así como un proceso de intermediación financiera clara y eficiente.

Por tal motivo, este capítulo analizará primeramente los aspectos teóricos que tienen que ver con el banco central, su estructura así como un breve repaso sobre su historia y evolución sin la intención de ahondar en ello debido a que el objetivo de este apartado es solo darnos una visión general sobre el porque del comportamiento de Banco de México así como de quienes son los que realmente controlan y determinan sus acciones.

### **1.1 Definición de Banco Central.**

Existe una infinidad de autores que definen bajo su propia lógica lo que debe ser un banco central. Al respecto Samuelson (1998), lo define como “el organismo establecido por el Estado, responsable del control de la oferta monetaria del país, de las condiciones crediticias y de la supervisión del sistema financiero, especialmente de los bancos comerciales”.

A su vez, Ramírez (2001) lo delimita como “aquella institución bancaria que puede estar controlada o no por el gobierno, cuya función se centra en la regulación tanto del crédito como del medio circulante”.

Como podemos observar en las definiciones anteriores, las variables económicas involucradas en dichos conceptos, constituyen elementos esenciales dentro de la actividad económica del país, lo cual evidencia la enorme importancia que tiene el banco central en la economía. Por tal razón, existen diferentes maneras de definir un banco central, lo cual depende de la estrategia a seguir de cada banco y sobre todo del papel y la importancia que le asigne a alguna variable dentro de las funciones que tiene a su cargo.

Para el caso mexicano la Ley del Banco de México (LBM) en su artículo primero señala que “El banco central será persona de derecho público con carácter autónomo y se denominará Banco de México”. Además si consideramos que el artículo segundo de dicha ley al señalar que el objetivo prioritario es la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda, así como el promover el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento de los sistemas de pagos, tenemos que Banco de México puede ser definido

como “el organismo rector de los sistemas financieros y monetarios del país, dotado de un marco legal para el desempeño de sus funciones”.

## 1.2 Origen del Banco de México.

Una vez que se ha definido lo que es un banco central, específicamente Banxico, a continuación se analizará brevemente su surgimiento y desarrollo, poniendo especial énfasis a la forma en como ha ido evolucionando la implementación de sus funciones y facultades. La justificación de este apartado radica en el hecho de que nos permitirá entender sobre la base de su marco legal, como es que interviene en la economía.

La institucionalización así como el establecimiento del sistema de la banca central tiene su origen en el S. XIX en la mayor parte de los países europeos, principalmente en Inglaterra. Para tales efectos el banco central empezaba a fungir como una institución financiera la cual contaba con determinadas funciones y facultades como eran: tener el monopolio de la emisión de billetes y monedas, regular los medios de pago y crédito, servir como prestamista de última instancia a la banca y como banquero del gobierno a la par de brindar apoyo en las finanzas públicas y en la balanza de pagos.

Para inicios del S. XX el proceso de institucionalización de la banca central se extendió a Latinoamérica siendo que para el caso de México, el surgimiento y la evolución de Banxico, se caracterizaron por un conflicto de intereses entre este y el Gobierno Federal.

En México, el proceso a través del cual se transitaba de un sistema de bancos privados de emisión a uno controlado por el Estado y que mantuviera el monopolio de emisión de papel moneda se vio interrumpido por la Revolución Mexicana, hecho que sumió al sistema bancario y monetario mexicano en una situación de crisis<sup>1</sup>.

Con el objetivo de poner orden al sistema monetario, Carranza presentó una propuesta de reforma de la Constitución de 1857, la cual consistió en la necesidad de contar con un banco gubernamental de emisión que actuara como monopolio. Tal propuesta quedó formalmente establecida en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos de 1917 en su artículo 28. Sin embargo, las precarias condiciones del país (especialmente en materia

---

<sup>1</sup> A raíz del conflicto revolucionario en 1910, y desde la caída del presidente Porfirio Díaz en 1911, la mayoría de los bancos de emisión atravesaron una crisis que para 1914 se tradujo en la mayoría de ellos en casi la bancarrota. Para 1916 circulaban simultáneamente monedas tanto de oro como de plata, asimismo existían aproximadamente 21 diferentes tipos de billetes en circulación, cuyo valor y convertibilidad dependía de los triunfos o derrotas que cada facción del movimiento sufría (Katz, 1997).

monetaria y crediticia) aunadas a la carencia de recursos y a las continuas discrepancias entre el poder Ejecutivo y el poder Legislativo, ocasionaron que a pesar de todos los esfuerzos realizados por las autoridades, no fue sino hasta después de ocho años que se pudo contar con los recursos necesarios para aportar el capital inicial de Banco de México, quedando formalmente constituido el 28 de agosto de 1925, siendo inaugurado el 1° de septiembre.

La ley Constitutiva del Banco de México de 1925, definió como principales funciones del instituto emisor:

- La emisión de billetes,
- Control de la circulación monetaria, las tasas de interés y los cambios sobre el exterior,
- Servicio de Tesorería del Gobierno Federal,
- Redescuento de documentos de carácter meramente mercantil y las operaciones bancarias que la Ley de Instituciones de Crédito encomendaba a los bancos de depósito y descuento.

Durante los primeros años de vida, Banxico optó por la utilización de una política conservadora al decidir llevar a cabo actividades tanto de banca central como de banca comercial, emitiendo una cantidad de papel moneda muy reducida, así como a través de políticas de persuasión dirigidas a otros bancos comerciales con el objetivo de que se asociaran al instituto emisor.

Tales hechos trajeron como consecuencia que el banco central actuara ineficientemente, principalmente en aquellas actividades que le correspondían como banco central. Inicialmente la política monetaria estaba enfocada en el mayor de los casos a atenuar los efectos negativos que las políticas fiscales expansionistas generaban a la economía, es decir, caracterizándose por un continuo esfuerzo por adecuar sus políticas e instrumentos a las cambiantes condiciones económicas y financieras del país, así como a los objetivos de gobierno establecidos por la administración pública.

Entre los principales obstáculos que Banxico enfrentaba estaba la desconfianza que existía por el público ante cualquier clase de papel moneda<sup>2</sup>, lo que ocasionó que su desempeño para influir en la oferta monetaria fuera sumamente limitado al no poder colocar los billetes en la economía en la forma y cantidad demandada; asimismo la existencia de fuertes presiones que recibía por parte del Ejecutivo para el otorgamiento de créditos de

---

<sup>2</sup> Dicha desconfianza viene específicamente desde 1905, años en el cual el sistema monetario, basado en el patrón oro era difícilmente sostenible. Lo anterior aunado al proceso revolucionario, vino a resquebrajar completamente al sistema monetario.



complacencia, es decir, créditos personales que eran otorgados tanto al Gobierno Federal como a particulares.

A pesar de estas dificultades, Banxico logró avances significativos en su consolidación, logrando formar las bases del sistema bancario del país, aliviando la escasez monetaria y el elevado costo del crédito de sus financiamientos.

Ante la gran crisis financiera iniciada en 1929, México se vio forzado a la eliminación del sistema bimetalista a la que estaba sujeto, por lo que expidió el 25 de julio de 1931 la “Ley Calles” desmonetizando el oro, permitiendo su libre exportación y dando a las monedas de plata poder liberatorio ilimitado. No es sino hasta el 12 de abril de 1932 que se modifica la Ley Constitutiva de Banco de México, redefiniendo sus funciones, eliminando para este la función de servir como banco comercial. Estas medidas proporcionaron las condiciones necesarias para que Banco de México se consolidara como banco central, facilitando con ello la colocación de sus billetes, liberalizando sus facultades de emisión y de descuento, autorizándole a dedicarse más a fondo en sus funciones de banca central, a centralizar las reservas bancarias, a actuar como cámara de compensación<sup>3</sup> y como tesorero del gobierno.

El fortalecimiento final de Banxico se da con las modificaciones en su Ley Orgánica, el 28 de agosto de 1936. Estas reformas abarcaron aspectos administrativos y de manejo de política monetaria, permitiéndole adquirir la plena disposición de las reservas monetarias y la eliminación de ciertas restricciones en materia de emisión y colocación de sus billetes. Lo anterior se logró a pesar que se sostuvo una regulación bastante restringida con respecto a sus operaciones de redescuento.

Katz (1997) resalta las siguientes reformas en la Ley Orgánica de Banco de México de 1936 como relevantes:

- La relación entre Banco de México y las instituciones bancarias.
- La relación Banco de México Gobierno Federal.
- Con respecto a la emisión de dinero.

El primer punto se encontraba contenido en el artículo 8°, 38° y 73° de la Ley Orgánica. El Artículo 8° señala la obligación de todas las instituciones nacionales de crédito y las sociedades mexicanas, que tuvieran la concesión del gobierno federal para recibir depósitos bancarios a la vista, a plazo o en

---

<sup>3</sup> Sitio a nivel local, donde los distintos bancos intercambian los cheques que sus respectivos clientes depositaron y/o cobraron.

cuenta de ahorros o emitir bonos de caja, a asociarse al Banco de México mediante la suscripción de acciones por un monto no menor al 6% del capital exhibido y las reservas de la institución a asociarse. El artículo 38° se refería a las operaciones de redescuento que las instituciones de crédito podían realizar con Banxico. Por último el artículo 7° se refería a las obligaciones de las instituciones bancarias al encaje legal, el cual se hizo obligatorio mediante un depósito sin intereses del 7% de los depósitos bancarios más un encaje marginal del 50% sobre lo captado la semana anterior.

En cuanto a la relación de Banxico con el Gobierno Federal, tenemos que el artículo 5° establecía que el banco central debía actuar como “agente y consejero financiero del Gobierno Federal”. Cabe recalcar que la Ley Orgánica precedente a la de 1936 establecía que el saldo de la cuenta de la Tesorería con el Banco de México nunca debe excederse del 5% de los ingresos fiscales del año inmediato anterior. Con esto se marca un límite a la expansión primaria del crédito. Sin embargo, con esta nueva reforma se logró la incorporación los bonos gubernamentales en poder del banco, por lo que el monto máximo del saldo de la Tesorería no podía exceder del 10% de los ingresos fiscales de los últimos tres años, lo cual debe estar saldado a más tarda dentro del semestre siguiente al otorgamiento del crédito.

Sin embargo, tiempo más tarde, el gobierno buscó eliminar la autonomía recién adquirida por el banco central, debido a los acontecimientos que se suscitaron en 1938 con la expropiación petrolera que vino a aumentar el déficit del gobierno y paralelamente al creciente boicot comercial a la que fue sujeta la economía mexicana. Como resultado se arribó a una nueva reforma a la Ley Orgánica del Banco de México, el 28 de diciembre de 1938, la cual modificó principalmente la relación Banco de México- gobierno eliminado con ello la “autonomía” de la banca central, la cual no fue recuperada hasta 1995.

Las anteriores reformas se consolidaron con una serie de leyes cuya finalidad era reestructurar al sistema financiero (incluyendo a Banxico). Para lograr lo anterior, se promulgó el 21 de mayo de 1941 la nueva Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares<sup>4</sup> y meses más tarde la Ley Orgánica del Banco de México, la cual tiene como objetivo dotar al

---

<sup>4</sup> La Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares de 1941 define los diferentes tipos de instituciones financieras y su esfera de acción, la cual estaba dirigido principalmente a la especialización. Los diferentes tipos de instituciones financieras eran: bancos de depósito, bancos de ahorro, sociedades financieras, sociedades de capitalización y sociedades fiduciarias. Las organizaciones auxiliares estaban conformadas por: almacenes generales de depósito, cámaras de compensación, bolsa de valores, uniones de crédito y compañías de seguros. Esta estructura del sistema financiero estuvo vigente hasta 1976. Katz (1997).

instituto central de una mayor margen de acción en cuanto al ejercicio de sus funciones regulatorias de la moneda, el crédito y los cambios, manteniendo sin modificaciones con respecto a la ley anterior sus relaciones con respecto al Gobierno Federal, así como en su estructura orgánica.

Ante el nuevo contexto económico derivado principalmente por la expropiación bancaria y el establecimiento de un régimen de control de cambios en 1982, el gobierno decidió modificar la naturaleza jurídica del banco central convirtiéndolo de una sociedad anónima a un organismo descentralizado, elevando tal medida al rango constitucional el 4 de febrero de 1983 al ser modificado el artículo 28.

Como consecuencia de la nueva naturaleza jurídica de Banxico y ante el arranque del programa de estabilización económica implementado en 1983, la Ley Orgánica de Banco de México de 1984, que entra en vigor el 1° de enero de 1985, estableció como objetivo final el procurar las condiciones crediticias y cambiarias favorables para el logro de la estabilidad de precios. Al mismo tiempo que la relación del instituto emisor con respecto al gobierno federal estableció un límite al financiamiento de este último, correspondiendo al 1% de los ingresos públicos consolidados previstos en la Ley de Ingresos de la Federación<sup>5</sup>. Asimismo su relación con respecto a la banca comercial se determinó a través de la reducción de la tasa del encaje legal de un 50 al 10%, con el propósito de que éste funcionara como instrumento de regulación monetaria, al mismo tiempo que se les exigió a los bancos a adquirir bonos de regulación monetaria equivalente al 40% del saldo de su captación. Por otro lado, también se determinó que el banco central debe ejercer la política monetaria y crediticia bajo las directrices que las propias autoridades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público le señalen.

De esta manera, gradualmente se han venido ampliando las facultades de Banxico para regular la circulación monetaria y el crédito, sin embargo el proceso legislativo al que ha estado sujeto ha venido reduciendo la propia autonomía del banco central siendo el Ejecutivo Federal el encargado de llevar a cabo la dirección tanto de la política monetaria como cambiaria del país (Borja, 1995).

Tal situación cambia con las reformas de orden estructural que fueron introducidas en la economía durante el periodo 1988-1994 tendentes a profundizar la liberalización y modernización del sistema financiero mexicano, en especial del sistema bancario. En cuanto a la estructura

<sup>5</sup> Sin embargo, tal límite podía ser violado debido a que comúnmente se efectuaban operaciones trianguladas con la banca central, es decir, Banco de México compraba bonos de regulación monetaria a los bancos comerciales, mientras que estos a través de operaciones back-to-back adquirían bonos emitidos por el gobierno,

institucional de Banxico, esta se ve substancialmente modificada en 1994 a través de la reforma constitucional aprobada en 1993, la cual le permitió al banco central contar con una nueva naturaleza jurídica al otorgarle autonomía en el ejercicio de sus funciones y en su administración, permitiéndole disponer de un régimen legal para sostenerla.

Al respecto, se establece que el fin prioritario del banco central es la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional a la vez que tal independencia le otorga la posibilidad de poder manejar discrecionalmente la política monetaria conforme crea conveniente para el logro de su objetivo. Sin embargo, y como veremos más adelante esto no se cumple del todo, puesto que no se alcanza la total autonomía con respecto al Gobierno Federal.

### **1.3 El nuevo régimen de Banco de México.**

La autonomía del Banco de México surge bajo un contexto macroeconómico en el cual el modelo económico aplicado durante el periodo 1988-1994 establecía tanto elementos de estabilización de tipo ortodoxos como heterodoxos acorde a una economía de mercado, planteando como objetivo prioritario la estabilidad de precios a través del tipo de cambio, el cual sirvió como ancla antiinflacionaria o instrumento de estabilización económica, sin importar los efectos negativos que pudiera ocasionar al sector externo y en especial a la esfera productiva. Asimismo a principio de los noventa, México era considerado como un ejemplo exitoso a nivel internacional del modelo de apertura y liberalización económica que tanto exige el proceso de globalización, debido al gran avance en las políticas de “cambio estructural” las cuales de acuerdo a la clasificación realizada por R. Villarreal (2000) constituyen las tres “d”, es decir, desprotección vía liberalización comercial, financiera y de inversión extranjera; desregulación vía liberalización de los mercados internos; y por último, desestatización vía la privatización de las empresas públicas.

Una de las principales argumentos que las autoridades utilizaron para justificar la aplicación de esta serie de reformas, fue la de crear una imagen de estabilidad y confianza en las políticas orientadas a fomentar la apertura, la eficiencia y los mecanismos de mercado con el objeto de dar oportunidades a la inversión privada y así sustentar un crecimiento económico sostenido. Sin embargo esto no es correcto del todo, debido a que la creciente dependencia de la economía mexicana con respecto a los mercados financieros internacionales para financiar su liberalización económica y el pago del servicio de la deuda externa, ha ocasionado y obligado a privilegiar políticas de autonomía de los bancos centrales, así como de estabilidad monetaria y

cambiaría a través de políticas contraccionistas y altas tasas de interés evitando así, presiones sobre el sector externo y por ende prácticas especulativas que pudieran desestabilizar los mercados financieros y a la economía. Por tanto, la conducción de la política monetaria desde los años previos a la aprobación de la Ley de 1994 se fue manejando a través de una autonomía informal, puesto que los esfuerzos de las autoridades por el ajuste fiscal y la inflación han permitido suponer tal hecho, dándole al instituto central cierto prestigio y credibilidad.

Lo anterior aunado a las reformas estructurales emprendidas para la liberalización y modernización del sistema financiero (lo cual incluye la reprivatización de la banca) conformó el siguiente paso de las autoridades mexicanas que fue obviamente, el otorgamiento de una autonomía formal a Banxico. Dicha acción formó parte de un eslabón más de las estrategias de corte neoliberal aplicadas durante los últimos años en México.

El siguiente apartado revisará el marco conceptual y teórico sobre lo que para un banco central representa ser autónomo, así como los requisitos que deben cumplirse para que realmente dicha autonomía sea efectiva, arribando posteriormente al caso concreto de México.

### **1.3.1 Justificación de la autonomía del banco central.**

En los últimos años para diversos países tanto del primer mundo como aquellas economías consideradas emergentes, la independencia de la banca central se ha convertido en el criterio general para la organización y el funcionamiento de los bancos centrales, asignándoles como principal mandato el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de su moneda nacional. Es decir, se ha observado una clara orientación de la política monetaria hacia el objetivo de estabilidad de precios a la par que la teoría económica se ha enfocado en considerar tal independencia como un mecanismo formal para garantizar la credibilidad del compromiso antiinflacionario de las autoridades monetarias.

El significado más amplio de la independencia del banco central se refiere a que en el ejercicio de sus funciones el banco central no queda sujeto a las instrucciones del gobierno central o federal, del Congreso, o de alguna otra instancia institucional para la conducción de sus políticas (Rubli, 1996).

Debido a que la autonomía de un banco central puede darse en muy diversos grados, en la práctica encontramos la existencia de bancos centrales más o menos autónomos. Específicamente se identifican dos tipos de autonomía:

- a. Autonomía formal o legal,

**b. Autonomía informal o efectiva.**

La autonomía formal o legal, se da a través de modificaciones legales y resoluciones jurídicas, que pueden llegar a instancias constitucionales, dotando así de una serie de facultades legales al banco central para la toma de decisiones, y para lo cual como ya especificamos se encuentra contenido en la ley. La autonomía informal se refiere a la existencia de bancos centrales que legalmente se encuentran subordinados a algún poder estatal, y sin embargo, en la práctica cumplen sus funciones con un amplio rango de independencia, tal es el caso de países como Japón e Italia.

Sin embargo, el concepto de independencia de la banca central solo tiene un significado práctico para aquellos países industrializados que cuentan principalmente con un mercado de capitales bien desarrollado, lo que les permite tener una fuente adicional de financiamiento gubernamental y por ende una mayor independencia de la banca central, a diferencia de países menos desarrollados los cuales tienen que confiar en sus propios bancos centrales y en mercados de capital extranjero para financiar sus deudas.

Durante los últimos años la práctica de la banca central ha sido afectada por dos tipos de tendencias:

1. La primera se refiere al hecho de que diversos países han decidido restringir los objetivos o finalidades que debe seguir el banco central en el ejercicio de sus funciones, o al menos establecer formalmente como objetivo primordial o único la estabilidad del nivel de precios;
2. La segunda tendencia hace alusión al hecho de querer otorgar a los bancos centrales un mayor grado de independencia con relación a otras ramas del gobierno.

Sobre la base del objetivo prioritario de estabilidad de precios, podemos decir que este se apoya en la existencia de los siguientes argumentos:

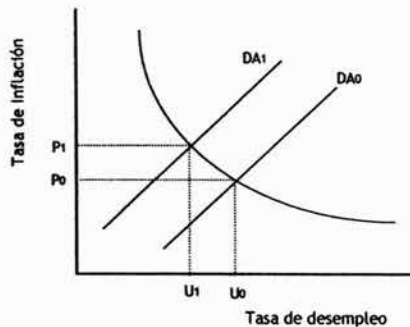
1. La presencia de incentivos para que el gobierno realice sorpresas inflacionarias; y
2. La existencia de una curva de Phillips a largo plazo vertical.

Con respecto al primer punto, la experiencia nos dice que los gobiernos tienen incentivos a generar sorpresas inflacionarias mediante políticas discrecionalmente expansivas principalmente durante los periodos electorales, con la finalidad de beneficiarse del efecto que la inflación no esperada tiene sobre la demanda. Teóricamente esto es posible gracias a la existencia de una

curva de Phillips de corto plazo, la cual implica la posibilidad de reducir el nivel de desempleo a cambio de una mayor inflación, es decir, plantea la disyuntiva existente de política económica en la que un banco central puede optar por un nivel de desempleo más bajo (o equivalente, la producción se puede aumentar) a costa de una inflación mayor.

Lo anterior se puede representar a través de la gráfica 1, la cual nos dice que en un primer momento a un nivel de demanda agregada ( $DA_0$ ), la tasa de desempleo es de  $U_0$  y la tasa de inflación del  $P_0$ . Si el gobierno decide expandir la demanda agregada de  $DA_0$  a  $DA_1$  con el objetivo de que la tasa de desempleo descienda de  $U_0$  a  $U_1$ , el efecto final será un incremento en el nivel de precios de  $P_0$  a  $P_1$ <sup>6</sup>. En otras palabras, la inflación es considerada como una inflación de demanda.

**Gráfica 1**  
**Curva de Phillips de corto plazo**



Fuente: Villarreal 1986.

Por lo tanto bajo este tipo de argumento, en la medida que el banco central sea autónomo, podrá cumplir de una forma más eficaz el logro de dicho objetivo, puesto que le permitirá encontrarse en un contexto libre de presiones políticas.

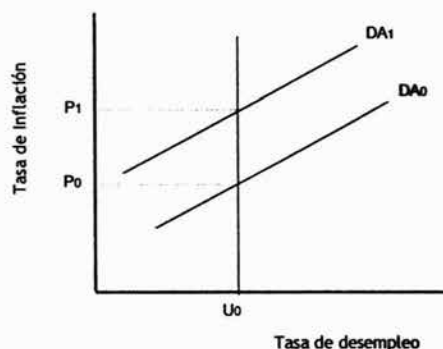
Borja (1995) establece que la conducción de la política monetaria va a la par de otras políticas de carácter socioeconómico, por lo que al perseguir fines diversos, se induce a que tales políticas sean de carácter excluyente. El resultado final, es que la política monetaria esté subordinada al logro de los objetivos de otras políticas. El conferir autonomía al banco central, otorga un

<sup>6</sup> Es preciso aclarar que la curva de Phillips se deriva a partir del modelo de oferta y demandada agregada (el cual a través de la interacción de las curvas de oferta y demanda, establece el nivel de producción y de precios de equilibrio), gracias a la relación funcional existente entre el nivel de producción y el nivel de empleo. Es a través de esta correlación como se puede establecer una relación entre el nivel de precios y el desempleo, y por tanto, relacionar los cambios sostenidos en el nivel de precios, es decir, la inflación, con respecto a la tasa de desempleo.

privilegio a la política monetaria, debido a que es reconocido legalmente que el logro de sus objetivos es una condición necesaria aunque no suficiente para alcanzar otros fines económicos.

Por otro lado, el segundo punto indica la existencia de una curva de Phillips vertical a largo plazo, lo cual implica que los cambios en la política monetaria que conducen cambios en la tasa de inflación no ejercen efecto alguno sobre el nivel de desempleo o producción real, por tanto, en el largo plazo el dinero es considerado como neutral. En suma, se acepta que en corto plazo el gobierno puede reducir el desempleo a costa de una mayor inflación; sin embargo, en el largo plazo con una curva de Phillips vertical sólo logrará provocar una mayor inflación sin aumentar el empleo y/o la producción, ya que una vez que las expectativas se han ajustado, tenderá a regresar hasta el nivel de la tasa natural de desempleo<sup>7</sup>. Lo anterior se representa mediante la gráfica 2, donde una expansión de la demanda agregada (de  $DA_0$  a  $DA_1$ ) no permite reducir el desempleo de forma efectiva, pero sí logra aumentar la inflación.

**Gráfica 2**  
Curva de Phillips de largo plazo



Fuente: Villarreal 1986.

Otro argumento a favor de la independencia de la banca central se refiere al hecho de que a través de dicha modificación institucional, las autoridades monetarias adquieren una fórmula que les permite comprometerse de manera creíble con los agentes económicos, por lo que tiene la capacidad de fomentar confianza y una mayor certidumbre. En este sentido, Rubli señala que la autonomía del banco central garantizará una especie de seguro para la

<sup>7</sup> La tasa natural de desempleo es aquella que existe cuando los trabajadores y los empleadores anticipan correctamente la tasa de inflación.



sociedad, de que al menos institucionalmente no existen los medios para validar políticas inflacionistas.

Por consiguiente, los agentes económicos cuentan con la seguridad jurídica sobre las estrategias a seguir de la política monetaria, así como de la permanencia de tales medidas.

La independencia del banco central, constituye un elemento que proporciona las condiciones necesarias para alcanzar un mejor manejo monetario y consecuentemente una mejor arma contra la inflación. Sin embargo, tal autonomía por sí sola, no puede asegurar la credibilidad en la política monetaria y por ende no garantiza la estabilidad de precios, debido a que representa sólo uno de los instrumentos institucionales que pueden ser adoptados para alcanzar la meta inflacionaria. Por lo tanto, para asegurar el éxito en la lucha antiinflacionaria, es necesario contar con un programa coherente de políticas macroeconómicas, con la debida participación de los distintos sectores de la sociedad. Por ejemplo, se requiere la instrumentación de políticas fiscales sólidas que estén debidamente coordinadas con las acciones del banco central.

La independencia de la banca central no garantiza el triunfo contra la inflación, pero a su vez su ausencia no necesariamente conlleva a niveles más altos de inflación. Lo anterior Schwartz (1999) lo atribuye al hecho de que la sociedad está convencida de los efectos nocivos que la inflación trae consigo, por lo que se asegurará de garantizar un entorno determinado por la estabilidad de precios.

Para determinar los verdaderos alcances de la autonomía de la banca central, es preciso analizar sus atribuciones. Para tal efecto es posible distinguir dos campos de acción: por un lado la forma en como es instrumentada la política monetaria, es decir, la determinación del monto y manejo del crédito del banco central y la cantidad de dinero en circulación y, por el otro, el manejo de la política cambiaria.

Por lo que toca al primer punto, actualmente la mayoría de los bancos centrales autónomos tienen plena libertad para diseñar y ejecutar la política monetaria. Para el caso de México, la política monetaria del Estado, es dirigida e instrumentada por Banxico, la cual debe de tener como objetivo fundamental la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Por lo que respecta a la política cambiaria, esta constituye uno de los principales instrumentos para alcanzar adecuadamente el control de precios, sin embargo, para este caso en específico la teoría no coincide con la práctica, ya que en todos los bancos centrales, incluyendo el nuestro y con excepción del chileno, es el gobierno el que determina su evolución. El argumento de las autoridades económicas se centra en el hecho de que los efectos de las

decisiones de la política cambiaria no solo se centran en el ámbito económico y financiero, sino también en lo político.

Alcanzar un verdadero grado de autonomía que permita que esta sea realmente efectiva involucra la existencia de diversos requisitos. Estos de acuerdo a la clasificación de Arrigunaga (1994), pueden resumirse en los siguientes:

- Libertad para determinar el monto y el manejo de su propio crédito, permitiéndole encarar las presiones de financiamiento inflacionario provenientes del gobierno para financiar sus déficits fiscales, donde de hecho este es uno de los principales motivos por los cuales se ha pugnado por la autonomía del banco central.
- Libertad para que el crédito que el banco central pueda otorgar a los particulares solo se pueda efectuar a los bancos con fines netamente de regulación monetaria o en su función de prestamista de última instancia.
- Independencia administrativa, en cuanto a la determinación de las personas que integran la Junta de Gobierno del instituto central, así como el periodo de duración de su cargo, las causas por las cuales pueden ser removidos, su renovación, etc., donde se respete la independencia de criterios de los funcionarios que llevan a cabo la conducción del banco debido a que es fundamental para garantizar la autonomía de la institución.

Hasta el momento hemos analizado los argumentos teóricos a favor de la independencia de la banca central, sin embargo, el debate sobre su conveniencia o no nos señala distintos razonamientos en su contra. Entre estos podemos mencionar el hecho de que el público considere que la política monetaria debe permanecer en coordinación con la política fiscal para así alcanzar una política económica coherente que promueva el sano desarrollo económico, y para tal efecto el Ejecutivo al tener bajo su control la política fiscal, es también el indicado para manejar la política monetaria, evitando así una contraposición entre ambas políticas.

Por otro lado encontramos la idea de que un gobierno que se dice llamar democrático no puede renunciar a una parte crucial de sus competencias en materia de política económica.

Otro argumento contra la independencia del banco central es el hecho de considerar antidemocrático el tener una política monetaria controlada por un pequeño grupo el cual no se hace responsable sobre sus acciones y donde el riesgo de que no se maneje la independencia de manera correcta se vea incrementado.

### 1.3.2 Autonomía de Banco de México.

Con la serie de reformas estructurales aplicadas en México a partir de 1988, en especial aquellas que enmarcan la autonomía del Banco de México, se establece que este debe ser considerado como un organismo público descentralizado bajo el mando del gobierno federal (el cual contaba con personalidad jurídica y patrimonios propios) pase a ser una persona de derecho público con carácter autónomo con funciones inherentes al Estado, sin estar comprendido en la administración pública federal, que corresponde al Poder Ejecutivo (Borja).

Lo anterior se sustenta con las reformas del marco legal de Banxico, que incluyó cambios al artículo 28 constitucional, así como la creación de la nueva Ley del Banco de México, la cual vino a sustituir a la Ley Orgánica de Banco de México vigente desde 1984<sup>8</sup>. El propósito de la reforma constitucional fue la de dotar de autonomía al instituto emisor para consolidar los esfuerzos que se han venido realizando en contra de la inflación.

Esta serie de reformas le otorgan a Banxico una nueva naturaleza jurídica con un régimen legal encaminado a su protección, además de permitirle actualizar y redefinir los fines y las funciones del banco, con el objeto de hacer más eficiente el funcionamiento y las operaciones del instituto central, así como la supervisión de sus decisiones al recaer sobre la Junta de Gobierno toda la responsabilidad, es decir, se establecen las medidas rectoras del banco central, en concordancia con las disposiciones que avalan su autonomía y las facultades que las propias autoridades monetarias deben de poseer para poder actuar como autoridad ante los demás organismos financieros.

La reforma al artículo 28 constitucional, demarca la autonomía del Banco de México con respecto al gobierno federal, principalmente en lo referente al financiamiento, puesto que ninguna autoridad podrá ordenar al banco central a concederlo. Dicho artículo establece lo siguiente:

“El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento”.

<sup>8</sup> Publicados en el Diario Oficial de la Federación el 20 de agosto y el 23 de diciembre de 1993 respectivamente

En cuanto a la LBM, la cual entra en vigor el 1° de abril de 1994, esta tiene circunscrita aquellas cuestiones relativas a la forma de ejercicio de las funciones de Banxico, así como su organización y gobierno. Al respecto, existen cuatro elementos que son importantes de mencionar:

El primero se refiere al *elemento político de la autonomía del banco central*, es decir, se aboca a la nueva relación que se establece entre el banco central y el gobierno para garantizar una verdadera autonomía de este con respecto al segundo. Para lograrlo, las decisiones que tome la Junta de Gobierno deben estar totalmente aisladas de las posibles presiones que pudiera ejercer el gobierno, por ejemplo, alguna amenaza de destitución a algunos de sus miembros. Lo anterior está contemplado en el artículo 40 de esta ley, estableciendo los lineamientos para el nombramiento de los miembros de la junta y el cual se analizará más adelante.

El segundo punto se refiere a la relación de crédito entre el banco y el gobierno. Es innegable que una de las cualidades que debe tener cualquier banco central que se ostente como autónomo, es su facultad exclusiva de determinar tanto el monto como el manejo de su propio crédito. Anteriormente habíamos señalado que el artículo 28 de la Constitución establece, que ninguna autoridad puede ordenar al banco central a conceder financiamiento. La relevancia de esta medida radica en la relación que existe entre el crédito del banco central y los movimientos de los precios, debido a que como señala Roa (1998), “es la única entidad que puede aumentar el poder de compra en la economía, aún cuando no hay producción”.

Lo anterior, aunado al artículo 46 fracción IV<sup>9</sup> de la LBM se establece la imposibilidad de que el gobierno consiga financiamiento por arriba de lo que el mismo banco considere conveniente (dado su objetivo de inflación) implicando así, la dificultad de recurrir a fuentes inflacionarias para el financiamiento del déficit fiscal.

Sin embargo, en el caso de que el gobierno federal necesite un medio para compensar desequilibrios transitorios entre los ingresos y egresos presupuestales, Banxico tiene la facultad de poder otorgarle un préstamo el cual corresponderá a un monto limitado mediante el ejercicio de la cuenta corriente que el banco le lleve. Dicho límite corresponde al 1.5% de las erogaciones del propio gobierno previstas en el presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio de que se trate<sup>10</sup>. Si el saldo deudor de dicha cuenta rebasa el límite permitido, Banxico está autorizado a colocar valores por cuenta del gobierno federal y por el importe del excedente, y en caso de

<sup>9</sup> Dicho artículo establece que es facultad de la Junta de Gobierno “...Resolver sobre el otorgamiento de crédito del banco al Gobierno Federal”. (LBM, 1993).

<sup>10</sup> Artículo 12, fracción IV de la LBM.

que considere conveniente, Banxico también podrá emitir valores por cuenta y cargo del gobierno federal, evitando así que el financiamiento otorgado se traduzca en una expansión monetaria no deseada, al mismo tiempo que se facilita el manejo de la Tesorería del gobierno.

Es importante mencionar que pese a que el modelo de crecimiento adoptado durante la última década del siglo pasado descansa en el saneamiento de las finanzas públicas, el endeudamiento gubernamental se ha visto incrementado por diversos factores. En economías como la mexicana donde la estructura financiera aún posee un nivel de desarrollo insuficiente, el flujo de capital extranjero al país así como el proceso de desregulación financiera (en especial del crédito interno) ha propiciado que el banco central a pesar del límite establecido en su propia ley para otorgar financiamiento al gobierno, se haya visto obligado a colocar volúmenes importantes de valores gubernamentales (a través de sus operaciones de mercado abierto<sup>11</sup>) con fines de estabilización monetaria, en especial para la estabilización la balanza de pagos, sosteniendo de esta manera, aunque artificialmente, un nivel adecuado de reservas internacionales.

Por tanto, a pesar de que las legislaciones establecen límites máximos al crédito que el instituto central puede otorgar al gobierno, no se han establecido límites sobre el grado de dependencia fiscal que banco central puede acumular como resultado de sus operaciones de regulación monetaria, es decir, no se establecen montos mínimos cuando el crédito neto es negativo<sup>12</sup>.

El banco central será el encargado de determinar los posibles sujetos de crédito, así como los términos en los cuales se puede otorgar, siendo estos los siguientes: el gobierno federal, las instituciones bancarias del país, otros bancos centrales y autoridades financieras del exterior, organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen otros bancos centrales y los fondos de protección al ahorro y de apoyo al mercado de valores.

El tercer punto, hace mención al papel del Banxico desempeña en *materia cambiaria*. Bajo este argumento, la ley establece que el encargado de la dirección de la política cambiaria es el Ejecutivo Federal, mientras que su instrumentación está a cargo del Banco de México, por consiguiente, el instituto central se encuentra limitado en el ejercicio de la política monetaria. Por ello, Banxico tendrá que actuar conforme a las directrices establecidas por una Comisión de Cambios, integrada por autoridades de la Secretaría de

<sup>11</sup> Las operaciones de mercado abierto constituyen uno de los principales instrumentos de política monetaria con que cuenta un banco central, y se refieren a la compra y venta de valores (principalmente gubernamentales), que efectúa el banco central con el objetivo de aumentar o disminuir la base monetaria, Ramírez, (2001).

<sup>12</sup> Crédito neto = Préstamos - depósitos del gobierno en el banco central.

Hacienda y Crédito Público. En cuanto a este punto, el artículo 21 de la LBM señala:

“El Banco de México deberá actuar en materia cambiaria de acuerdo con las directrices que determine una Comisión de Cambios, que estará integrada por el Secretario y el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha Dependencia que designe el titular de ésta, el Gobernador del banco y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio Gobernador designe...”

Bajo este contexto, actualmente las autoridades mexicanas argumentan que la mejor forma de lograr la correcta separación funcional entre ambas políticas, es a través del establecimiento de una ley que señale mecanismos de coordinación entre el gobierno y las autoridades monetarias. Tal eslabón lo constituye la Comisión de Cambios. Sin embargo y considerando el estrecho vínculo que prevalece entre la política monetaria y la política cambiaria, así como el hecho de que los efectos de una inciden en la instrumentación de la otra, es necesario contar con una fórmula que permita darle al banco central la última palabra en materia cambiaria. No es posible que las autoridades aboguen por un banco central autónomo si no puede tener legalmente control sobre la política cambiaria.

Por lo anteriormente expuesto, Banxico se encuentra en una situación de desventaja frente a la Secretaría de Hacienda en la determinación de la política cambiaria, lo cual se hace evidente en el hecho de que una de las principales causas de remoción del cargo de Gobernador es que este no cumpla con los acuerdos señalados por la Comisión de Cambios<sup>13</sup>.

El cuarto y último punto se refiere a la relación que existe entre el *banco central y el sistema bancario*. Dicha relación se refiere al financiamiento que Banxico puede otorgar al sistema bancario, los cuales se llevan a cabo mediante el otorgamiento de crédito o a través de la adquisición de valores únicamente con fines de regulación monetaria<sup>14</sup>, teniendo como objetivo final la protección del propio banco central contra presiones de solicitantes de crédito que pudieran expandir de manera excesiva la base monetaria (Ortiz, 1994). Con el fin de asegurar la eliminación de subsidios así como imparcialidad por parte del banco central, los términos bajo los cuales se otorgarán tales créditos serán las condiciones que marque el propio mercado.

<sup>13</sup> Artículo 43 de la LBM.

<sup>14</sup> Artículo 14 de la LBM.

Por otra parte la propia LBM garantiza que Banco de México ejerza una de sus funciones básicas como banca central, que es fungir como prestamista de última instancia en aquellos momentos en que crea necesario apoyar al sistema bancario y financiero ante la amenaza de una crisis masiva de las instituciones de crédito que pudiera causar trastornos en los sistemas de pago del país<sup>15</sup>. Ramírez indica, que el acreditante o prestamista de última instancia presta a los bancos comerciales y a las demás instituciones financieras cuando el pánico amenaza al sistema financiero.

Para ejemplificar lo anterior, podemos referirnos a la crisis financiera sufrida a finales de 1994, la cual obligó a Banco de México a actuar como prestamista de última instancia, suministrando recursos líquidos al sistema bancario mexicano por medio de distintos canales, en coordinación con la Secretaría de Hacienda.

#### **1.4 Estructura formal de Banco de México.**

De acuerdo con lo previsto en la Constitución y en la LBM, tenemos que las funciones y la administración del Banxico son llevadas a cabo por una Junta de Gobierno y un gobernador. Sin embargo, no hay que olvidar el papel preponderante que juega la Comisión de Cambios, que aunque su función principal es la conducción de la política cambiaria, no deja de influir de manera importante en el manejo de la política monetaria.

##### **1.4.1 Junta de Gobierno.**

La Junta de Gobierno está conformada por cinco miembros, un gobernador u cuatro subgobernadores, cuya designación es hecha por el Presidente de la República con la consiguiente aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, siendo el propio Ejecutivo el encargado de nombrar al gobernador del banco, quien regirá a la Junta de Gobierno. Entre los principales requisitos que deben cumplir los miembros de la Junta están el de contar con una reconocida trayectoria en materia monetaria y financiera así como de solvencia moral. En caso de ausencia del gobernador, dicha junta será presidida por aquella persona que él designe o, en su defecto por el subgobernador de mayor antigüedad.

Ortiz señala que los requisitos básicos para dotar de autonomía a Banxico en cuanto a su organización son:

---

<sup>15</sup> Artículo 15 de la LBM.

- a. Los periodos por los que serán nombrados tanto el gobernador como los subgobernadores.
- b. La inmovilidad de los miembros de la Junta de Gobierno.
- c. Las remuneraciones de los mismos.

Por lo tanto, y en acuerdo con los requisitos arriba dichos, el periodo de ejercicio de los integrantes de la Junta de Gobierno es establecido de forma escalonada, donde el cargo de gobernador tiene una duración de seis años, el cual inicia el primero de enero del cuarto año de un periodo presidencial, mientras que el periodo de gestión del subgobernador es de ocho años, sucediéndose cada dos años. Igualmente, no pueden ser removidos de su puesto a menos que hayan incurrido en una falta grave<sup>16</sup>.

Con tales disposiciones se pretende garantizar la inamovilidad en los puestos a fin de guardar el mejor ejercicio autónomo de las funciones encomendadas a Banxico, es decir, dotar al instituto central de un componente clave para evitar posibles presiones de índole político.

Las reuniones de la Junta de Gobierno son convocadas por el gobernador o cuando menos dos subgobernadores. Tanto el secretario como el subsecretario de Hacienda pueden asistir a las juntas con voz, pero sin voto aunque pueden convocar las sesiones y proponer los temas a tratar. En caso de que exista un empate, el que preside la Junta es el que tiene el voto de calidad.

#### **1.4.1.1 Facultades de la Junta de Gobierno y del gobernador.**

La Junta de Gobierno se encuentra activamente relacionada con la toma de decisiones sobre la conducción e instrumentación de la política monetaria. Entre sus principales funciones y facultades<sup>17</sup> se encuentran:

Determinar las características de los billetes, y composiciones metálicas de las monedas; autorizar las órdenes de acuñación de moneda y de fabricación de billetes; resolver sobre la desmonetización de billetes y los procedimientos para la inutilización y destrucción de la moneda; resolver sobre el otorgamiento de crédito del banco al gobierno federal; fijar las políticas y criterios conforme a los cuales el Banco realice sus operaciones; autorizar las emisiones de bonos de regulación monetaria y fijar sus

---

<sup>16</sup> Artículo 43 de la LBM, la cual establece entre otras cosas que son causas de remoción de un miembro de la Junta de Gobierno cuando: haya incapacidad mental o física que impida el correcto ejercicio de sus funciones durante más de seis meses; el incumplimiento de sus obligaciones y dejar de reunir algunos de los requisitos que se exigen para ser designado como miembro de la Junta de Gobierno.

<sup>17</sup> Artículo 46 de la LBM.



características; determinar las características de los valores a cargo del gobierno federal que el banco emite, así como las condiciones en que deben colocarse; establecer las políticas y criterios conforme a los cuales se expidan normas por parte del banco central.

En otras palabras se encarga de establecer las políticas y reglas conforme a los cuales Banxico puede llevar a cabo las disposiciones de regulación monetaria o cambiaria, todo en función del sano desarrollo del sistema financiero mexicano (Ramírez).

Con respecto al gobernador, este tiene a su cargo, la administración del banco, su representación legal y el ejercicio de sus funciones, así como ser el ejecutor de los acuerdos de la Junta de Gobierno y de la Comisión de Cambios, sirviendo por ende como un enlace entre el banco central y la Administración Pública Federal<sup>18</sup>.

Igualmente, tiene la obligación de informar periódicamente no solo al Ejecutivo Federal, sino también al Congreso de la Unión (y en los recesos de este último a la Comisión Permanente) sobre las decisiones y acciones de política monetaria a seguir, así como de los resultados obtenidos de dichas políticas. Asimismo, cualquiera de las Cámaras del Congreso de la Unión, podrá citar en cualquier momento al gobernador para que rinda informes sobre las políticas y actividades realizadas por el banco central.

#### **1.4.2 Comisión de Cambios.**

La Comisión de Cambios, es la encargada de establecer las normas de política cambiaria, y sobre la base de estas, Banxico deberá adecuar sus lineamientos de política monetaria. Dicha Comisión está integrada<sup>19</sup> por el secretario y el subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha dependencia que designe el titular de ésta, el gobernador de Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio gobernador designa.

Las sesiones de la Comisión son presididas por el secretario de Hacienda y Crédito Público, y en su ausencia, por el gobernador de Banco de México. Dichas sesiones pueden realizarse en cualquier momento ya sea a solicitud del secretario de Hacienda o por el gobernador de Banco de México, siempre y cuando se cuente con la asistencia de por lo menos tres de sus miembros, donde ambas instituciones estén debidamente representados.

Bájo este tipo de esquema las decisiones de política cambiaria corresponderán al gobierno federal, ya que las resoluciones finales de la

<sup>18</sup> Artículo 47 de la LBM.

<sup>19</sup> Artículo 21 de la LBM.

Comisión de Cambios requerirán del voto favorable de cuando menos uno de los representantes de la SHCP, mientras que Banxico solo se encargará en último caso de su instrumentación.

La Comisión de Cambios esta facultada para fijar los criterios a los cuales debe de sujetarse Banxico<sup>20</sup>, en lo concerniente al:

- Manejo de la política cambiaria;
- Autorización para la obtención de los créditos con propósitos de regulación cambiaria provenientes del FMI y de otros organismos de cooperación financiera internacional; Fijar criterios a los que deba sujetarse el Banco en materia cambiaria respecto de la banca de desarrollo y
- Directrices respecto del manejo y la valuación de la reserva internacional del Banco.

Como podemos ver, Banco de México cuenta con un grado relativo de independencia respecto al manejo de la política monetaria que según marca la ley, puesto que no tiene bajo su control el manejo de la política cambiaria, siendo esta el complemento de la otra.

## **1.5 Funciones y facultades del Banco de México.**

Como hemos especificado, la independencia del instituto central se aboca también al ejercicio de sus funciones y en su administración. En cuanto a sus funciones, la nueva LBM especifica primeramente el objetivo prioritario y las finalidades que persigue el instituto emisor, las funciones que debe ejercer para su cumplimiento así como las facultades que tiene para alcanzar lo anterior.

### **1.5.1 Objetivo prioritario del Banco de México.**

El entorno legal en el cual está señalada la independencia de Banxico, concierne al ejercicio de sus funciones y a su administración. La LBM precisa la finalidad prioritaria de la institución, así como sus funciones que enmarcan el medio mediante el cual se garantiza su consecución y las facultades con que cuenta para ello.

El Banco de México, conforme al artículo segundo de su ley, tiene como finalidad “proveer a la economía del país de moneda nacional, teniendo

<sup>20</sup> Artículo 22 de la LBM.

como objetivo prioritario el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda”. Para tal hecho, existen dos finalidades relacionadas con el logro de dicho objetivo: el promover el sano desarrollo del sistema financiero, y el correcto funcionamiento de los sistemas de pago.

Gracias a su carácter autónomo, Banxico puede actuar de contrapeso con respecto a la Administración Pública ante posibles acciones que pudieran propiciar situaciones inflacionarias, así como de particulares que intentaran incrementar sus precios o costos esperando que las autoridades llevaran a cabo la expansión monetaria necesaria para acomodar tal aumento.

### **1.5.2 Funciones exclusivas del Banco de México.**

El párrafo séptimo del artículo 28 constitucional establece como una de las funciones exclusivas del banco central, aquellas que conciernen a la acuñación de la moneda y a la emisión de billetes. Esta función ha sido transferida del gobierno federal al Banco de México, otorgándole de esta forma, facultades exclusivas relacionadas al ámbito monetario, en especial de circulación monetaria. Al respecto y refiriéndonos nuevamente a Borja, estas atribuciones fortalecen el carácter del banco central como banco emisor único.

Asimismo, hay un reconocimiento de las facultades del banco central para regular los cambios, la intermediación y los servicios financieros. Dicha facultad, ya es reconocida no sólo en el ámbito constitucional sino en su propia ley. Ahora, las autoridades monetarias cuentan con las facultades suficientes para el ejercicio de sus funciones de tal manera, que pueden expedir normas destinadas a mejorar la organización de los mercados, teniendo la autoridad suficiente para asegurar que estas sean cumplidas mediante mecanismos que constaten su observancia y en caso de que se requiera, que sancionen su incumplimiento.

Por último, se establece un régimen general, mediante el cual se señalan los requisitos que deberán cubrir los funcionarios que llevarán a cabo la conducción del banco, los procedimientos para designarlas, las causas de remoción, etc., lo cual es precisado en la propia ley de Banco de México. Asimismo, la razón por la cual dichos lineamientos se han especificado en la constitución, es para garantizar y proteger la autonomía del banco central, así como su eficiente funcionamiento.

### **1.5.3 Funciones del Banco de México.**

Las funciones que realiza Banco de México pueden clasificarse en dos tipos:

1. Funciones para la realización de operaciones bancarias, y
2. Funciones de autoridad regulatoria.

La LBM en su artículo tercero, establece como funciones del banco central:

1. *Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos.*

Con respecto a la regulación de la emisión y circulación de la moneda, Banco de México cuenta con el monopolio de la emisión de billetes y monedas, correspondiéndole a su vez de manera exclusiva la regulación de su distribución<sup>21</sup>. En cuanto a la regulación de los sistemas de pagos, la intermediación y los servicios financieros, Banxico cuenta con distintas herramientas de regulación del medio circulante y el crédito, las cuales serán analizadas posteriormente. Asimismo es su obligación garantizar que los pagos se realicen de forma inmediata y segura, al mismo tiempo que debe de supervisar el sistema financiero (en especial al bancario). Para tal efecto cuenta con la colaboración principalmente de la SHCP y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

2. *Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia.*

Banco de México opera como banco de reserva de las instituciones de crédito, cuando estas mantienen en el instituto central una cuenta corriente denominada cuenta única, donde a través de ella se puede regular el crédito interno que el instituto emisor otorga a dichas instituciones con fines de regulación monetaria. Todo ello mediante la utilización de un régimen conocido como encaje promedio cero. Asimismo, el acreditante o prestamista de última instancia implica que ante alguna amenaza al sistema financiero, el banco central en cumplimiento de su deber con respecto a garantizar que este funcione correctamente, está autorizado para otorgar créditos a los bancos comerciales y a las demás instituciones financieras que así lo necesiten.

---

<sup>21</sup> En México, la acuñación de la moneda está a cargo del Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y en acuerdo al artículo 28 constitucional, sin embargo, dicha secretaría no tiene la facultad para poner en circulación las monedas, sino que esta le corresponde al Banco de México.

3. *Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo.*

Es decir, Banxico es el agente financiero del gobierno federal debido a que este mantiene una cuanta corriente en el banco central, la cual es la de la Tesorería de la federación. Esto implica que Banxico es el depositario de los fondos que el gobierno no usa de inmediato, así como de la emisión, colocación y servicio de la deuda interna y externa del gobierno.

4. *Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y financiera.*

5. *Participar en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, y*

6. *Operar con los organismos comprendidos en el punto anterior, con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.*

En resumen los puntos anteriores hacen alusión principalmente a la dirección e instrumentación de la política monetaria, a la instrumentación de la política cambiaria presentada por el Ejecutivo Federal y a la participación de manera conjunta con el Ejecutivo, en la regulación de la intermediación y los servicios financieros.

#### **1.5.4 Facultades del Banco de México.**

Las facultades que conforme a la ley le otorgan a Banxico para llevar a cabo sus funciones se clasifican en dos tipos:

1. Realización de operaciones con el gobierno federal, la banca, otros intermediarios financieros y el público.
2. Expedir disposiciones de carácter general aplicables principalmente a las instituciones de crédito.

Donde el objetivo principal debe ser la regulación monetaria o cambiaria, el desarrollo el sistema financiero, el correcto funcionamiento de los sistemas de pago y la protección de los intereses de los propios usuarios.

Para una mejor exposición de las facultades con las que cuenta el banco central para el logro de sus metas, éstas se dividirán en aquellas concernientes a la política monetaria y aquellas que tienen que ver con el tipo de cambio.

#### **1.5.4.1 En materia monetaria.**

Banxico instrumenta la política monetaria mediante las siguientes facultades:

- Ejercer competencia exclusiva para la emisión de billetes, acuñación de moneda metálica, y en la puesta en circulación de los mismos.
- El otorgamiento de crédito al gobierno federal, a las instituciones de crédito y a los fondos bancarios de protección al ahorro y de respaldo al mercado de valores, con el objetivo de consolidar el buen funcionamiento del sistema financiero.
- Emitir bonos de regulación monetaria para colocarlos entre los prestatarios de servicios financieros y entre el público.
- Regular la liquidez de las instituciones de crédito y, por lo tanto del público, mediante la determinación de la parte de los pasivos que las instituciones están obligadas a invertir en depósitos de efectivo en el propio Banco, en valores de amplio mercado o en otros tipos de inversiones.

#### **1.5.4.2 En materia cambiaria.**

En materia cambiaria tenemos que dado a que es el Ejecutivo el encargado de su dirección, mientras que Banco de México el de su instrumentación, este último debe de actuar conforme a las pautas que marca la Comisión de Cambios.

Las decisiones finales de la Comisión, corresponden al gobierno, dado que es la ley la que establece que sus resoluciones sólo serán válidas si cuentan con el voto favorable de por lo menos de uno de los representantes de la Secretaría de Hacienda.

En el ámbito internacional, la mayoría de los bancos centrales autónomos formulan su política monetaria con independencia del gobierno, quien dirige la cambiaria, estableciéndose para tal hecho diversos mecanismos de coordinación entre ambas políticas.

Sin embargo, Banxico cuenta con facultades para obtener créditos con el FMI y de otros organismos financieros internacionales o que agrupen a bancos centrales; igualmente, tiene atribuciones de autoridad para expedir

disposiciones para determinar él o los tipos de cambio para calcular la equivalencia en moneda nacional de las obligaciones en moneda extranjera contraídas dentro o fuera de la república pero que deben cumplirse en ésta; por último, está facultado para determinar los tipos de cambio aplicables a las operaciones de compra de divisas contra entrega de moneda nacional, siempre que ambas o alguna de estas operaciones deba cumplirse en territorio nacional.

## **1.6 Rendición de cuentas, transparencia y comunicación.**

Una de las principales implicaciones de contar con un banco central autónomo, es que se obliga a dicha institución al rendimiento de cuentas sobre sus acciones, así como del desempeño de la función que se le ha confiado.

En teoría un banco central que se ostente como independiente está obligado a explicar las decisiones que tome al público así como a responsabilizarse de sus actos, por lo tanto para Banxico, la rendición de cuentas constituye una norma para que la autoridad monetaria cumpla con su misión de la mejor forma posible.

### **1.6.1 Independencia de la banca central, rendimiento de cuentas y transparencia.**

Actualmente las autoridades monetarias enfrentan el reto de abatir la inflación, adquiriendo credibilidad y reputación en un entorno por demás difícil, donde diversos factores ajenos a su control<sup>22</sup>, alteran la evolución de precios y, por lo tanto, la consecución de su objetivo prioritario. Incluso, en el corto plazo, tales factores tienen una mayor influencia sobre los niveles de inflación, que las mismas medidas de política monetaria que pueda adoptar el banco central, dado que actúan con cierto rezago sobre el comportamiento de los precios.

La independencia del banco central, es solo un aspecto de las soluciones institucionales a la inconsistencia en el tiempo de la política monetaria, o también llamada incongruencia intertemporal<sup>23</sup> así como a su efecto colateral

<sup>22</sup> Entre estos factores podemos hacer mención del comportamiento de los agentes económicos en la determinación de precios y salarios, tipo de cambio, alteraciones en la oferta agregada y demanda agregada, finanzas públicas, expectativas inflacionarias, etc.

<sup>23</sup> O también incongruencia dinámica, se refiere a la incongruencia entre las políticas óptimas que la autoridad anunciaría si sus anuncios fueran creídos por el público, y las políticas que la autoridad lleve a cabo una vez que el público ha actuado sobre la base de esas expectativas. Schwartz (1999).

En otras palabras, las autoridades monetarias caen en la tentación de prometer al público una baja inflación, para después romper con su promesa sorprendiéndolos con tasas de inflación

conocido como sesgo inflacionario<sup>24</sup>, ya que no puede por sí sola eliminarlos, de modo que su existencia no necesariamente implica una inflación más baja (Chang, 1998).

La discusión teórica señala que la adopción de medidas institucionales como la independencia del banco central y las reglas de estabilidad de precios, así como las preocupaciones de credibilidad y reputación se presentan como la condición necesaria para la solución de la inconsistencia en el tiempo (o inconsistencia dinámica) de la política monetaria, sin embargo, diversos estudios también señalan que estos mecanismos institucionales pueden no ser necesarios debido a que presentan ciertas debilidades.

En primer lugar la hipótesis de que los bancos centrales con un mayor grado de independencia presentan un menor nivel de inflación solo ha sido comprobada en los países desarrollados, es decir, tal relación se muestra frágil, e inclusive no se presenta del todo en países menos desarrollados. Otro ejemplo del porque los mecanismos institucionales pueden no ser necesarios, se debe al compromiso que las autoridades monetarias guardan con el público en el largo plazo, permitiéndoles desarrollar una reputación sobre el cumplimiento de sus compromisos adquiridos, y lo cual difícilmente puede romperse debido a que el temor de perder tal “reputación” en una fecha futura es más grande, obligando así a las autoridades, a comprometerse en la instrumentación de la política monetaria de una forma creíble. Es decir, existen estudios que demuestran que este incentivo es lo suficientemente poderoso que permite el logro de resultados socialmente óptimos, aún sin la existencia de algún tipo de arreglo institucional.

Por tal motivo, es posible pensar que no puede haber una relación negativa entre independencia del banco central e inflación, por lo tanto, tener un banco central independiente no es garantía de un abatimiento eficaz de la inflación, ya que además de un adecuado manejo monetario, es preciso contar con la presencia de otros sectores de la sociedad. Del mismo modo, es necesario que tanto las autoridades como los agentes económicos estén convencidos de los efectos negativos de la inflación, creando así, un consenso social antiinflacionario.

Generalmente se piensa que en la medida que se logre crear esa conciencia colectiva, se fortalecerán las expectativas de los agentes económicos acorde con los objetivos de inflación, facilitando de esta manera

---

más altas. Sin embargo, tales promesas a la larga no serán creíbles, porque los agentes económicos al comprender los incentivos de las autoridades, sabrán que sus promesas no serán cumplidas, por lo que las autoridades monetarias no lograrán sorprender al público.

<sup>24</sup> Este concepto hace alusión a que la inflación esperada y la real son más elevadas que aquella a la cual las autoridades monetarias se hubieran comprometido a llevar a cabo (Chang, 1998).



el logro de los mismos. Ello redundará en un banco central con credibilidad, más sólido y con una renovada reputación, capaz de permitirle cumplir más eficientemente los objetivos de política monetaria.

La rendición de cuentas representa una obligación moral por parte de cualquier entidad, en especial si se trata de alguna institución responsable de ejercer políticas públicas. Más aún, si hablamos de una institución independiente en la cual ha sido delegada la autoridad para la toma de decisiones, la rendición de cuentas se hace imprescindible.

De igual manera, es considerada en una sociedad democrática como el complemento natural de la independencia del banco central, es decir, es el procedimiento que sirve para otorgarle legitimidad democrática a un órgano de carácter técnico con autonomía (Rubli, 1998).

Por consiguiente, un banco central independiente tiene la obligación de informar y responsabilizarse de sus acciones y decisiones, de tal manera que se imponga una disciplina para que este cumpla su meta lo mejor posible (Banco Central Europeo, BCE, 2001). Para un banco central que se ostente como autónomo, como es el caso de Banxico, esto implica informar sobre su finalidad que es alcanzar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

Rubli considera que la rendición de cuentas para el banco central no es más que una "estrategia de comunicación", constituyendo un gran reto para el instituto central debido a los siguientes factores:

- La complejidad técnica que representa poder explicar de manera clara y concisa un mismo mensaje a públicos diferentes.
- Implicaciones factuales y potenciales de sus acciones.
- Limitaciones que enfrenta para alcanzar sus metas.

Actualmente los términos "transparencia" y "rendición de cuentas" son usados de forma indiscriminada, sin embargo, es preciso establecer las diferencias entre ambos. De acuerdo al BCE, el proceso de rendición de cuentas se refiere a que el banco central se hace responsable de la consecución de sus objetivos, es decir, debe responder por sus acciones, en tanto que la transparencia se refiere a la información sobre el proceso interno de toma de decisiones que proporciona el instituto central, es decir, explica la forma en como es utilizada la política monetaria para el cumplimiento de su objetivo o meta final.

Por consiguiente, una estrategia de política monetaria fomenta la transparencia en la medida que brinda un marco ordenado para la adopción de decisiones de carácter interno, así como una correcta comunicación externa con los agentes económicos.

La transparencia constituye el mecanismo mediante el cual las autoridades monetarias responden sobre sus acciones. Para poder juzgar y monitorear tal comportamiento, es preciso difundir públicamente la mayor cantidad de información disponible a cerca de sus operaciones (lo cual está inmerso dentro de una estrategia de comunicación). El hecho de que los agentes económicos tengan acceso a información económica relevante, accesible y de calidad<sup>25</sup>, es un elemento crucial para la toma de decisiones y por ende para la formación de expectativas, permitiendo un buen funcionamiento de los mercados.

Tal responsabilidad pública debe hacerse en los siguientes ámbitos: en la ejecución de políticas y en el comportamiento administrativo.

Para el caso de México, el mecanismo de rendición de cuentas se encuentra estipulado en la LBM, así como en la Constitución Política. Esto es así, gracias a que se buscó alcanzar un equilibrio entre las facultades que se le otorgan a Banxico como institución independiente, y por otro lado, para encontrar un medio que garantice la rendición de cuentas a la sociedad.

En cuanto a la rendición de cuentas desde el punto de vista administrativo<sup>26</sup>, tenemos que Banxico anualmente tiene la obligación de enviar al Congreso de la Unión su presupuesto (dado que su operación cotidiana es mediante la utilización de recursos públicos y no recursos presupuestales), así como el dictamen que un auditor externo realiza a la institución<sup>27</sup>.

De igual forma, Banxico debe de enviar al Ejecutivo y al Congreso de la Unión a principios de cada año una exposición de la política monetaria a seguir. Además, cada mes de septiembre deberá entregar un informe sobre la ejecución de la política monetaria bajo el contexto de la situación económica a nivel nacional e internacional. Dicho informe comprenderá el primer semestre del ejercicio de que se trate, mientras que para el mes de abril de cada año, presentará el mismo tipo de informe solo que abarcará el segundo semestre del ejercicio inmediato anterior.

Por otro lado, la LBM también establece la posibilidad de que cualquiera de las Cámaras del Congreso de la Unión, puedan citar en cualquier momento al gobernador para explicar el desempeño de la política monetaria y sus resultados, así como sus objetivos, esto con el objeto de poder evaluar si realmente el banco central está alcanzando su meta prioritaria. No hay que

<sup>25</sup> Dicha calidad de información se refiere a que esta debe ser veraz, oportuna y debe difundirse en intervalos frecuentes y predecibles. (Rubli, 1996)

<sup>26</sup> Artículo 51 de la LBM.

<sup>27</sup> El auditor es escogido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de una terna presentada por el Colegio de Contadores.

olvidar que también se busca la estabilidad del sistema financiero y del sistema de pagos.

Entre los lineamientos que forman parte de la nueva política de difusión de información por parte del Banco de México, tenemos:

- a. Disposición al público de una parte de los indicadores económicos elaborados por Banco de México, vía Internet. Dicha base de datos es actualizada diariamente con base a la información disponible, y fue puesta en marcha partir de agosto de 1995.
- b. La institución da a conocer al público un balance resumido para dar cuenta de sus principales operaciones monetarias. Dicho balance se publica a los dos días hábiles al cierre de cada semana. Asimismo se publica las cifras de la reserva internacional.
- c. Diariamente (con un día de retraso) se publican los datos de la base monetaria, así como las operaciones planeadas por el banco central en el mercado de dinero.
- d. Mensualmente se dan a conocer los resultados de una encuesta de expectativas económicas por parte de los principales analistas económicos del sector privado
- e. Se informa a través de boletines de prensa tanto la información habitual, como cualquier explicación o aclaración adicional que el banco considere pertinente. Del mismo modo, cuando se da a conocer el Programa Monetario Anual y la evaluación respectiva en septiembre de cada año se realizan reuniones de información a distintos niveles de prensa, analistas económicos y financieros.

No hay que olvidar que por encima de la evaluación que efectúe las autoridades competentes sobre las acciones de Banxico, la opinión generada por los agentes económicos resulta en última instancia la más importante, dado que serán ellos los que creerán o no en las autoridades monetarias. Si hay una pérdida de credibilidad en el banco emisor, el desprestigio y la pérdida de reputaciones generadas tendrá consecuencias económicas más graves. Por consiguiente, está claro que las autoridades de la Junta de Gobierno tratan de fraguar credibilidad y reputación ante la opinión pública, a pesar del cuerpo legal existente.

### **1.6.2 Papel de la comunicación en la estrategia de política monetaria.**

La importancia que juega la información veraz y oportuna dentro del sistema económico es innegable, sin embargo, es necesario centrar la atención

en el papel que juega la comunicación dentro de este proceso debido a que es mediante este último como se obtiene al primero. En otras palabras, sin comunicación no hay información y viceversa, lo que implica un alto grado de responsabilidad para quien la provee.

En el caso de un banco central autónomo, existe una gran responsabilidad social para comunicar e informar las decisiones sobre su política y comportamiento, en una forma que tiene que ser por demás amplia, eficiente, sistemática, clara y confiable.

Rubli (2000) considera que la comunicación ha adquirido gran relevancia debido principalmente al papel que juega en la determinación de las expectativas de los agentes económicos así como de los mercados, influyendo de esta forma en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Por lo tanto, el no contar con una eficiente estrategia de comunicación- información traerá serios problemas, y más si tomamos en cuenta que se está en un proceso de transición hacia un esquema de política monetaria basada en objetivos explícitos de inflación, la cual será abordada en apartados posteriores.

De acuerdo a lo anterior, contar con una buena comunicación propicia la interacción de los mercados y por ende, contribuye al cumplimiento de los objetivos de política monetaria, a la vez que permite incrementar la confianza y credibilidad con respecto al público.

Lograr una mejor comprensión de la política monetaria por parte del público en general constituye todo una serie de mecanismos de selección entre distintas estrategias de comunicación. Sin embargo, para que en realidad se logren los resultados esperados, es preciso que sea considerado como un proceso sistemático y un esfuerzo continuo encaminado a explicar y orientar la política monetaria de la forma más comprensible, ya que es preciso que los agentes económicos no solo dispongan físicamente de la información sino que también la interpreten. Rubli deduce que en la medida que las autoridades del banco central cuenten con una estrategia integral de comunicación proactiva sobre la forma de instrumentación de la política monetaria, será posible fomentar en la población un consenso social antiinflacionario, redundando en un banco central autónomo con credibilidad, reputación y solidez, y esto a su vez, en beneficios de caracteres social y económico.

El diseño de una estrategia de comunicación eficaz requiere de un equilibrio entre el enfoque de la naturaleza compleja de la formulación de la política monetaria y la simplificación de su presentación, todo esto con la finalidad de tener una mayor claridad en el mensaje.

Bajo este argumento, dicha estrategia tiene de reflejar la complejidad y la incertidumbre que rodean al entorno económico del banco central, así como el marco de interpretación que emplean los distintos sectores del público a los

que va dirigida dicha estrategia, siempre y cuando se exprese en un lenguaje común (BCE). A manera de ejemplo, citaremos los requisitos necesarios para conformar el marco estructural para la instrumentación de una estrategia de comunicación sobre la política monetaria.

El primer requisito es definir institucionalmente los objetivos de la estrategia, así como a los responsables de su obtención. Para esto, las tareas de comunicación están contenidas en varios niveles los cuales son:

- Conciencia sobre los costos de inflación.
- Conocimiento de las funciones del banco central.
- Comprensión de los alcances de la política monetaria.
- Consenso social a favor de la estabilidad de precios.

El segundo elemento consiste en definir los grupos- objetivo a quienes van dirigidos las tareas de comunicación de los niveles anteriormente mencionados. Este punto es importante, gracias a que dependiendo del grupo a quien vaya dirigido el mensaje, el contenido del mismo y su forma de emisión variará. Entre los principales grupos objetivo se encuentran: organizaciones y células empresariales, grupos financieros y sus asociaciones, instituciones de educación, investigación y docencia, organizaciones laborales y sindicatos, asociaciones de profesionales de todo tipo, prensa (escrita, televisiva, radio y cablegráfica), el poder legislativo, partidos políticos, organizaciones de tipo no gubernamental, círculos intelectuales independientes, organizaciones religiosas y el público en general.

La determinación de los instrumentos y vías de comunicación constituye el tercer requisito de la estrategia. Dentro de este rubro se tienen dos tipos de mensajes: los activos y los pasivos. Los primeros son de naturaleza directa y explícita, que buscan un impacto inmediato, esperándose por consiguiente una respuesta del receptor de la misma forma, asimismo requieren de un seguimiento y evaluación posterior; los segundos, solo cumplen con la función de transmitir información, por lo que no persiguen ningún objetivo de comunicación posterior.

Entre las principales vías de comunicación tenemos: medios escritos, radio y televisión, Internet y medios orales; mientras que los instrumentos de comunicación que pueden ser empleados como parte de una estrategia integral son: Boletines de prensa, notas y reportes técnicos, folletos explicativos, cuadernos educativos, labor con medios (ruedas de prensa, entrevistas radiofónicas y televisivas), vocero (s) oficial (s), artículos de opinión en periódicos por parte de funcionarios, conferencias, pláticas a pequeños grupos,

videos, reuniones técnicas de trabajo con grupos, visitas guiadas a las instalaciones del banco central y exposiciones, Rubli (1999).

Cabe mencionar que la utilización de cada uno de estos medios dependerá de las circunstancias y de la estrategia a seguir.

El cuarto requisito se refiere a la evaluación de la efectividad de la estrategia de comunicación en el cumplimiento del objetivo planteado. En la medida que se tenga un conocimiento de la eficacia de la estrategia es posible detectar en que forma está fallando o acertando. El método más empleado es el de la aplicación de encuestas a diferentes grupos de la población. Otro método generalmente usado es el de analizar sistemáticamente las reacciones de los diversos grupos de la población a las políticas y anuncios emitidos por el banco central. La estructura para la instrumentación de una estrategia de comunicación se puede resumir en el siguiente diagrama:

**Diagrama 1.1**

**Estructura para la instrumentación de una estrategia de comunicación sobre política monetaria.**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Rubli (1999)

### 1.6.2.1 La estrategia de la comunicación en el ámbito del esquema de Inflación - objetivo.

Actualmente México atraviesa por un proceso por el cual se está transitando lentamente hacia un nuevo esquema de política monetaria, el cual se denomina “régimen de objetivos explícitos de inflación”<sup>28</sup>. Bajo este régimen, la tasa de inflación para un periodo de tiempo determinado es el

<sup>28</sup> O también conocido como inflation targeting (IT).

objetivo y por lo tanto, el compromiso a cumplir por parte del banco central, en vez de utilizar como objetivo intermedio a algún agregado monetario u otra variable. Bajo esta estrategia las acciones de política conservan la facultad discrecional de acción, pudiendo intervenir en circunstancias imprevistas que pongan en riesgo el cumplimiento del objetivo de inflación, lo cual está representado por una tasa inflacionaria para un periodo determinado.

Una de las razones más fuertes por lo que las autoridades monetarias han decidido adoptar este esquema, es porque se ha reconocido que favorece al fortalecimiento de la credibilidad en las acciones del banco central, en especial en su objetivo antiinflacionario. Asimismo permite una mejor evaluación del desempeño de la banca y una mejor rendición de cuentas ante los agentes económicos.

Sin embargo, para alcanzar lo anterior se exige requerimientos mucho más estrictos de comunicación y transparencia de información relevante como son los planes y objetivos a seguir por las autoridades monetarias, así como de las estrategias de rendición de cuentas. Por tanto, se hace imprescindible la publicación periódica y oportuna de reportes de inflación para que la sociedad arribe a un adecuado seguimiento y monitoreo, ya que sin su apoyo el régimen de IT fracasaría.

## 1.7 Conclusiones.

Es un hecho que desde la fundación de Banco de México se marcó el inicio de un proceso de consolidación e institucionalización del sistema financiero mexicano, el cual debe de estar encabezado por un banco central que pueda ejercer de manera independiente la política monetaria. Sin embargo, no fue sino a partir de 1988 con la serie de reformas financieras encaminadas a profundizar la liberalización financiera y la modernización del sistema financiero mexicano y especialmente cuando se le dota de plena autonomía al instituto central en 1994, que se abre paso a una nueva etapa en la forma de instrumentación de la política monetaria en México.

Institucionalmente, Banxico ha hecho una serie de transformaciones encaminadas al fortalecimiento de su credibilidad y buena reputación con relación al público en general. Señal de esto es la nueva y renovada autonomía con respecto al gobierno federal, lo cual viene a mostrar la enorme importancia que el gobierno mexicano le otorga a la estabilidad de precios internos como objetivo prioritario de su política, sin embargo, y como pudimos constatar se ha dejado de lado otras responsabilidades igualmente importantes que se tenían anteriormente, como es el fomento del crecimiento

económico y del empleo, la canalización de recursos hacia actividades productivas, etc., dejando imposibilitadas a las autoridades monetarias para poder efectuar medidas tendientes a superar problemas productivos y financieros que tanto dañan al país.

Bajo este contexto, la independencia del banco central constituye solo un instrumento institucional más que puede ser utilizado para alcanzar un objetivo específico, en el caso de Banco de México una determinada meta de inflación, no perdiendo de vista que un requisito indispensable para alcanzar realmente un mayor desarrollo económico es contando con un programa coherente de políticas macroeconómicas, con la debida participación de los distintos sectores de la sociedad.

Por otro lado la independencia de Banxico se ha dado de una manera parcial, en el sentido de que este régimen de autonomía aún conserva varias fallas: La independencia de Banxico es relativa puesto que solo se limita al manejo de la política monetaria, más no en la cambiaria, siendo que ambas políticas mantienen una estrecha relación entre sí que les impide actuar por separado.

Es importante tomar en cuenta que esta situación limita a Banxico en la toma de decisiones ya que el término autonomía significa que el banco central expande la base monetaria solo en concordancia con sus objetivos de estabilidad de precios y si tomamos en cuenta que cualquier decisión que afecte al sistema de cambios por parte del Ejecutivo tiene un efecto significativo sobre el nivel de precios internos, entonces, movimientos en el tipo de cambio influyen sobre éstos, delimitando de esta manera su margen de acción, así como el uso de ciertos instrumentos monetarios y la propia determinación de sus objetivos.

Asimismo, es indispensable eliminar la dependencia fiscal que Banco de México sostiene con respecto al gobierno para efectos de regulación monetaria, al ejercer este último una política de subsidio sobre las reservas internacionales con el fin de que permanezcan en un nivel adecuado y evitar así, movimientos no deseados sobre la paridad cambiaria.

La LBM establece y libera al banco central de cualquier compromiso en materia de financiamiento del déficit público, sin embargo no regula la dependencia que el mismo banco central puede tener con respecto a valores gubernamentales. Por lo tanto, es necesario que a la vez que se fijen límites al financiamiento que el banco central otorga al gobierno, también se establezcan montos mínimos para el otorgamiento de financiamiento del gobierno al banco central.



# Capitulo 2

Estrategias de política  
monetaria

Una vez que delimitamos el marco institucional a través del cual Banco de México define sus objetivos y funciones, así como el margen de acción con el que cuenta gracias a las facultades que le confiere la ley para ello, es preciso determinar la estrategia de política monetaria que el propio instituto emisor elabora para alcanzar su objetivo final. Su importancia radica en que es a través de ella como se define el enfoque general adoptado por el banco central para alcanzar su objetivo primordial de estabilidad monetaria.

Para tal efecto el segundo capítulo presenta un análisis del marco conceptual para la formulación de la política monetaria, el cual abarca desde la definición del objetivo final, hasta la determinación de los objetivos o variables intermedias así como los instrumentos utilizados. Asimismo se hace un repaso de los principales elementos que constituyen el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y los distintos canales que conforman el mismo.

## **2.1 Estabilidad de precios: Objetivo fundamental de la política monetaria.**

Actualmente el debate sobre los objetivos y posibilidades que brinda la política monetaria, así como las responsabilidades que un Banco Central debe adquirir, han propiciado que se arribe a una nueva etapa en donde, tanto los académicos como los banqueros centrales, han coincidido en que la mejor contribución que puede hacer la política monetaria para el sano funcionamiento de la economía es asignarle como principal mandato el garantizar un entorno monetario y financiero estable, el cual coadyuve a alcanzar el sano desarrollo de la economía.

Un entorno monetario y financiero estable puede ser definido como aquel en que la inflación alcanza niveles tan bajos que no es posible que afecte las decisiones de los agentes económicos (Arrigunaga, 1994). Por tal motivo, el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, es decir, alcanzar una inflación baja y a la vez estable, es necesariamente considerado como el objetivo prioritario de todo banco central.

Cabe preguntarse en este momento, cuáles son las ventajas y desventajas de establecer un fin único o prioritario. En primer lugar, décadas de experiencia práctica y en un gran número de estudios económicos permiten pensar que la política monetaria es uno de los factores que contribuyen en

mayor medida a mejorar las perspectivas económicas debido a que al volverse más predecible, facilita las decisiones de los agentes económicos. Igualmente eleva el nivel de vida de la población, al garantizar el mantenimiento de la estabilidad de los precios en forma duradera.

Por otra parte, se abre la posibilidad de poder contar con un criterio de evaluación del desempeño del banco central. Tal criterio está en función del objetivo final, por lo cual se establece que el banco central no podrá ser juzgado por razones ajenas al comportamiento de los precios.

Por lo que toca a la justificación del objetivo de estabilidad de precios, las autoridades monetarias argumentan que no son indiferentes al crecimiento económico y al desempleo, sin embargo, consideran que su intervención sólo debe orientarse en proporcionar el ambiente adecuado para el buen desarrollo de las políticas adoptadas por el Estado, contribuyendo de este modo a evitar distorsiones sobre las decisiones de los agentes económicos y dando paso al crecimiento sostenido de la economía y al empleo. En otras palabras se insiste en que la estabilidad de precios solo representa un medio para contribuir a un bienestar común, sin ser considerado como un fin en sí mismo, debido a que es considerada como una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar otros fines económicos, como es el desarrollo de la economía y la equidad social.

A pesar de que la estabilidad de precios trae beneficios claros para la economía, no siempre se encuentra correlacionada con un desempeño económico aceptable, es decir, no necesariamente muestra un sistema financiero estable y un crecimiento sostenido. Sin embargo no podemos descalificar del todo a una política monetaria dirigida a la estabilidad de precios, puesto que finalmente constituye un medio para alcanzar el crecimiento. El problema estriba en que no se consideran las limitaciones que tiene como indicador general de la salud económica puesto que en ocasiones no emite las señales correctas sobre posibles desequilibrios en el sistema financiero, los cuales pueden ser malinterpretados por los agentes económicos, teniendo como resultado contracciones económicas severas, tal es el caso de la crisis asiática.

Por ejemplo, suponiendo un proceso en el cual los agentes económicos sobreestiman el tamaño de la ganancia de productividad y del valor de los precios de los activos financieros. En tal situación el incremento en la producción generado por la productividad y los aumentos de riqueza puede desembocar en un exceso especulativo, dado que los precios de los activos no reflejan las proyecciones de los flujos de ingresos futuros, y por ende solo reflejan ganancias que están sobrevaluadas y basadas por una liquidez excesiva.

Como analizamos en el capítulo primero, Banco de México llevó a cabo los arreglos institucionales necesarios para que la estabilidad de precios pasara a ser sobre cualquier otro objetivo, su finalidad primordial. La validez de esta tesis está sustentada en los daños que la inflación (entendida como el crecimiento continuo y generalizado del nivel general de precios), trae consigo no solo en lo económico sino también en lo social. Es decir, el entendimiento de los costos de la inflación aunado al conocimiento del alcance de la política monetaria ha llevado a concluir no solo a las autoridades monetarias, sino a grandes sectores de la sociedad en que tales costos son más importantes de lo que se creía, por lo que controlar la inflación es una condición fundamental para el crecimiento económico sostenido.

A continuación analizaremos los principales costos asociados al proceso inflacionario, con el objetivo de explicar el porque actualmente existe esta preferencia social por políticas orientadas a la estabilidad monetaria.

### **2.1.1 Costos de Inflación.**

Los innumerables costos asociados al proceso inflacionario han sido registrados no solamente en nuestro país, sino también en otras regiones del mundo, donde a grandes rasgos, se traducen en un impacto negativo en el crecimiento de la economía y en el bienestar en la población, debido a que se ve incrementada la pobreza y la desigualdad en la distribución del ingreso.

Mateos y Schwartz (1997) refieren que gran parte de los costos de bienestar que causa la inflación se originan por la incertidumbre y desconcierto sobre el crecimiento futuro de los precios. Tales efectos se producen no importando si la inflación puede ser anticipada o no por los agentes económicos.

Para efectos de estudio, los costos de inflación se dividen en aquellos que provienen cuando la inflación es anticipada y aquellos que se originan por una inflación no anticipada.

#### **2.1.1.1 Costos cuando la inflación es no anticipada.**

Los costos asociados a la inflación no anticipada tienen su origen en la incertidumbre y la volatilidad característica de los periodos inflacionarios.

Hoggart (1996) menciona que las tasas más altas de inflación están asociadas principalmente a una inflación más errática y por lo tanto, menos predecible.

Entre los principales costos asociados a este tipo de inflación tenemos:

- a. Costos microeconómicos.
- b. Costos de distribución.
- c. Costos de recursos.

Los costos microeconómicos aparecen ante la inadecuada información que tanto productores como consumidores tienen acerca de los precios relativos de los distintos bienes y servicios. Bajo este esquema, la inflación dificulta a los agentes económicos poder discernir si un incremento en el precio de los bienes y servicios es en realidad un incremento relativo de los precios o un incremento general de los mismos, lo cual genera una asignación de recursos ineficiente.

Para aclarar lo anterior supondremos que un productor está convencido de que se está llevando a cabo un incremento en el precio de su producto, por lo que comenzará a suministrar una mayor cantidad de mercancía o iniciará una serie de inversiones con el fin de aumentar su capacidad productiva, sin embargo, el hecho es que en realidad se trata de un proceso inflacionario general, por lo que habrá tomado las decisiones equivocadas, ocasionándole obviamente pérdidas. La incertidumbre que genera este proceso hará que el productor decida invertir menos o en su defecto esta sea menos eficiente, por lo que también se ve afectada la tasa de crecimiento.

Por otro lado, en presencia de un proceso inflacionario los precios de los bienes y servicios no se ajustan al mismo tiempo debido a la existencia de bienes o servicios que por su propia naturaleza tienden a ajustarse más rápido, es decir, la velocidad de ajuste de cada uno de los mercados y agentes económicos con respecto a los cambios observados en el nivel general de precios y a la diferencia de este y la tasa de cambio varía considerablemente. Por ejemplo, los precios de los bienes perecederos tienden a ajustarse más rápido que aquellos bienes que por sí mismos tienen una vida útil más larga. Si consideramos que la relación de precios es la que determina la manera en que se utilizan los recursos, y si dicha relación de precios tanto actual como futura está deteriorada, se tendrá como consecuencia una ineficiente asignación de recursos tanto en el tiempo como en el uso de los mismos, traducéndose de esta forma, en una disminución de la productividad, de la inversión y de la tasa de crecimiento de la economía.

Los costos de distribución nos dicen que la inflación no solo incide desfavorablemente sobre la eficiencia económica, sino también sobre la correcta distribución del ingreso y la riqueza. Esto se manifiesta mediante una redistribución del ingreso, donde los costos recaen principalmente sobre los sectores menos favorecidos, que son los que ante un proceso inflacionario guardan una mayor proporción de sus ingresos en forma de dinero, debido a

que por su nivel de riqueza, tienen un acceso limitado a invertir en instrumentos financieros que le puedan proporcionar una mayor protección contra la inflación (Katz, 2002). De esta forma, la pérdida de riqueza que sufre este sector al momento de que su poder adquisitivo se ve disminuido por la inflación, nos habla de la existencia de un impuesto regresivo<sup>1</sup> sobre el sector de la población más vulnerable.

Hemos visto que la inflación produce su efecto redistributivo a través de los cambios en el valor real de la riqueza de los individuos, es decir, de la transferencia de recursos reales de unas personas a otras. El punto anterior se centró en aquella parte de la población con menores recursos para poder protegerse de tal evento, sin embargo, existen otros sectores de la sociedad que pueden verse afectados por una inflación imprevista, tal es el caso del grupo de acreedores y deudores.

En términos generales, la inflación no anticipada redistribuye la riqueza de los acreedores a favor de los deudores. Para ejemplificarlo, supondremos que una persona pide un préstamo de \$250,000 pesos para la compra de una casa, teniendo que pagar anualmente \$15,000 pesos a una tasa de interés fija para amortizar el crédito. Posteriormente se presenta un periodo inflacionario que trae como consecuencia que tanto los salarios como los ingresos se vean incrementados al doble. Tomando en cuenta que el pago anual que debe efectuar dicho individuo se encuentra en términos nominales y el cual sigue siendo de \$15,000 pesos anuales, el costo real de tal deuda se ha reducido a la mitad (ahora solo tendrá que trabajar la mitad que antes para liquidar totalmente su deuda). La inflación ha aumentado su riqueza, por lo que ha salido beneficiado a diferencia de su contraparte.

La consecuencia final se da sobre el nivel de las tasas de interés nominal, ya que éstas incorporan una prima de riesgo inflacionista<sup>2</sup>, de manera que se compensa al acreedor por la pérdida del valor real que el principal de cualquier crédito o inversión financiera sufre a causa del alza en los precios, afectado negativamente las decisiones de inversión de los agentes económicos.

Por el lado de los trabajadores, estos también se ven afectados por la inflación, debido a que los salarios se contratan por periodos fijos, por lo que un aumento mayor de lo esperado de la inflación provocará que caigan los salarios reales. La caída de los salarios reales a su vez genera ganancias

<sup>1</sup> Un impuesto regresivo tienen su origen cuando la recaudación obtenida mediante su aplicación crece en menor medida que el incremento de la renta tomada como base tributaria (Ahijado M., 1996)

<sup>2</sup> La inflación trae consigo un gran nivel de incertidumbre y volatilidad, por lo que a mayores niveles de inflación mayor incertidumbre en los mercados, y por lo tanto, mayor es la prima de riesgo.

insostenibles en producción y empleo. Al momento que los trabajadores perciban su verdadero salario real y comiencen a exigir aumentos salariales acorde a la inflación, los costos unitarios de las empresas se incrementarán, lo cual se repercutirá en los precios finales, provocando así una mayor inflación, expectativas inflacionarias deterioradas, altas tasas de interés, una menor inversión y menor empleo, redundando en menores salarios reales, lo cual inicia el ciclo nuevamente.

El resultado final de esta incertidumbre es una menos eficiente y/o más baja inversión productiva, reduciendo a su vez la tasa de crecimiento económico, incrementando su variabilidad.

Los costos de recursos se refieren a que la inflación induce a los agentes económicos a dedicar un número considerable de recursos para protegerse de sus efectos, esto por supuesto, en detrimento de las actividades productivas.

Al momento de presentarse un periodo con inestabilidad en el nivel de precios, los agentes económicos se ven en la necesidad de invertir los recursos necesarios que le permitan obtener la información pertinente, logrando así, predecir con mayor exactitud el monto de la inflación, así como los elementos que le den los medios para poder enfrentar las consecuencias de sus costos. Esta desviación de recursos conlleva a que los agentes vean incrementados sus costos de operación, por lo que ven mermadas sus ganancias, teniendo como resultado final una disminución del nivel del producto.

La inflación afecta también al ahorro familiar. Bajo un entorno económico no inflacionario, el ahorro familiar tiende a ser a largo plazo y a ser canalizado hacia el sistema financiero, sin embargo, la inflación desincentiva el ahorro voluntario, viéndose disminuido el monto de ahorro total, así como el plazo al cual se realiza.

El ajuste de las tasas de interés nominales ante procesos inflacionarios se realiza en forma retardada, más aún, si consideramos que las tasas reales esperadas de interés pasivas tienden a ser negativas ante la inflación, las familias comprenden que el poder de compra de su dinero destinado al ahorro ya no es el mismo que antes, es decir, su riqueza real ha disminuido, por lo que comienza a destinar sus ahorros a otras formas de inversión no productivas como son la adquisición de bienes durables, principalmente bienes raíces, edificios de lujo y acumulación de inventarios o en su defecto, su canalización hacia el sistema financiero internacional.

De esta forma la inflación ocasiona un proceso de desintermediación financiera afectando el ahorro que las familias realizan en el sistema bancario, esto en perjuicio de la inversión productiva.

### 2.1.1.2 Costos cuando la inflación es anticipada.

Los costos asociados a una inflación perfectamente anticipada se clasifican de la siguiente manera:

- a. Costos de menú.
- b. Costos de suela de zapato.

Los costos de menú se caracterizan por el hecho de que las empresas gastan recursos reales para ajustar las variaciones de precios de sus productos, es decir, representa un gasto adicional (costo administrativo) que realizan al estar revisando constantemente la lista de sus precios de venta, los cuales se encuentran continuamente a la alza. Ejemplo de esto lo observamos en los restaurantes, los cuales tienen que estar cambiando constantemente su menú, o las tiendas departamentales las cuales cambian las etiquetas de los precios de sus mercancías constantemente para ajustarlas a las variaciones de los precios.

Los costos de suela de zapato se refieren al hecho de que el costo de mantener dinero se ha incrementado, el público retiene menos circulante por lo que dedica recursos reales a reducir tales tenencias de dinero, es decir, se da un aumento en los costos de transacción en operaciones financieras y comerciales. Esto se puede observar al momento en que se ven incrementadas las visitas del público a los bancos con el fin de obtener el dinero necesario para poder realizar la compra de sus bienes y servicios, por lo que se ven acrecentadas sus idas al banco, con la consiguiente pérdida de tiempo.

No obstante, la inflación es un fenómeno económico, social y político muy complejo, por lo que es incorrecto creer que un banco central cuenta con los instrumentos necesarios para obtener en el corto y mediano plazo su objetivo de baja inflación. Para alcanzar este fin, numerosos autores proponen la existencia de cuando menos los siguientes elementos:

- Coordinación entre la política monetaria y otros elementos de política económica (en especial de la política fiscal), y
- Creación de un consenso social sobre los costos asociados al proceso inflacionario, con el objeto de incurrir en menores costos por el proceso desinflacionario, siendo el banco central el principal promotor de tales opiniones.

Además es importante resaltar que a pesar de que existe cuantiosa evidencia empírica tanto a nivel internacional como nacional que avala la tesis de que la mejor contribución que puede hacer un banco central a la economía



es mediante la aplicación de una política monetaria orientada a la estabilidad de precios, en ninguno de estos estudios se mencionan los efectos finales que la propia política antiinflacionaria traería a la economía. Al mismo tiempo, hacen suponer que exclusivamente la inflación es la causa de todos los males de la economía, por lo que no toman en cuenta otra clase de factores que pudieran influir en la determinación de tales costos.

## 2.2 Función y limitaciones de la política monetaria.

Actualmente, aunque la opinión sobre este problema dista de ser uniforme, la mayoría de los bancos centrales así como de los economistas creen que la política monetaria solo guarda una relación de largo plazo con variables nominales, como el nivel de precios, por lo que, solo puede afectar el comportamiento de variables económicas reales a corto plazo tales como el producto, el empleo y las tasas de interés. En otras palabras, la política monetaria es capaz de incrementar o reducir el nivel de actividad económica en el corto plazo mediante el incremento o decremento de la oferta monetaria, pero no tiene influencia para poder realizar lo mismo a largo plazo. Esto último es lo que se conoce como neutralidad del dinero<sup>3</sup>.

Esta opinión surge a raíz del debate entre dos de las escuelas macroeconómicas más importantes e influyentes, que son la Keynesiana y la Monetarista. Ambas escuelas concordaron que en el corto plazo una elevada tasa de crecimiento del dinero está asociada a una más alta tasa de inflación, por lo tanto, una tasa de interés real más baja y consiguientemente un aumento de la actividad económica. Más aún, solo difieren respecto a la magnitud y persistencia de los efectos a corto plazo de la política monetaria, más no en la dirección de la misma. Asimismo, los keynesianos aceptaron la opinión monetarista de que el dinero es neutral en el largo plazo, por lo que no realizaron estudios para determinar cuan poderosa es la política monetaria en el corto plazo (Espinosa, 1999).

---

<sup>3</sup>En el largo plazo el dinero es considerado como neutro, es decir, que no afecta a variables reales (variables que son ajustadas por el nivel de precios) tales como el producto, el empleo, el nivel de ingreso, salario, consumo, ahorro y tasas de interés. Únicamente afectará a aquellas variables nominales o monetarias. El razonamiento de esta afirmación es el siguiente: variaciones en la oferta monetaria (dada una cantidad de demanda) afectarán los precios, por ejemplo, un incremento de esta, hará que los precios se incrementen a la misma tasa y viceversa, sin embargo, lo que no debemos de perder de vista es que variarán los precios más no los precios relativos, y dado que las decisiones tanto de consumo como de inversión están determinadas por las variaciones de los precios relativos, las variaciones de la oferta monetaria no afectará a variables reales.

Sobre la base de lo anterior, se argumenta a favor de asignarle a la política monetaria un objetivo a corto plazo. Sin embargo, los efectos de la política monetaria tardan en manifestarse sobre la variable objetivo debido a que su impacto se manifiesta con cierto rezago, además de que no es predecible su duración.

Aboumrad (1997) sostiene que para alcanzar el objetivo deseado a corto plazo es necesario contar con dos factores:

1. Anticipar cuando tendrían efecto las medidas adoptadas de política monetaria sobre la variable objetivo.
2. Proyectar apropiadamente cuales serían las condiciones económicas en el futuro de la variable objetivo, que indicarían la conveniencia de aplicar en el presente las medidas necesarias.

Debido a que el nivel del producto real a largo plazo está determinado entre otros por factores provenientes de la oferta como el crecimiento demográfico, avances tecnológicos, flexibilidad de los mercados y la eficiencia del marco institucional de la economía, resulta evidente bajo este enfoque que la política monetaria solo puede contribuir al crecimiento económico a largo plazo manteniendo la estabilidad de precios, no obstante que en el corto plazo, la política monetaria puede influir en las variables reales a corto plazo. Siguiendo el mismo razonamiento se llega a la conclusión que en el corto plazo, la evolución de los precios está condicionada a factores diversos que inciden sobre la demanda y la oferta agregada, mientras que en el mediano y largo plazo la inflación es, en última instancia, un fenómeno monetario, siendo resultado del exceso de moneda y de la baja tasa de interés.

La correlación entre la tasa de expansión de la base monetaria y la variación en el nivel de precios se debe a que el banco central a diferencia de otras instituciones de crédito, tiene la facultad de poder proporcionar financiamiento de manera ilimitada sin tener que captar los recursos respectivos, logrando incrementar el poder de compra de los agentes económicos aún y cuando éstos no hayan producido más.

Las características anteriores reflejan las limitaciones con las que actualmente cualquier banco central actúa en la búsqueda de la estabilidad de precios. Es un hecho que los efectos de la política monetaria tanto en el producto real como en el nivel de precios están fielmente reflejados en la forma en como está estructurada la legislación de Banco de México, en cuanto a sus objetivos y funciones a realizar. Por tanto, debido a que la política monetaria influye en el nivel de precios en el mediano y largo plazo, la estabilidad de precios es el objetivo ideal para la política monetaria única.

Sin embargo, es un hecho que la evidencia empírica nos dice que la neutralidad a largo plazo de la política monetaria no es tan contundente como la mayor parte de las teorías que reconcilian estas afirmaciones creen tener. Actualmente han surgido diversas teorías<sup>4</sup> que investigan fuentes de efectos reales a largo plazo de la política monetaria, lo cual se traduciría en un mayor alcance de la misma y en un cambio sustancial del actual papel que juega en la economía, en especial de su objetivo prioritario a seguir.

## **2.3 Consideraciones generales para la formulación de la política monetaria.**

### **2.3.1 Marco conceptual.**

Una vez que se ha definido el objetivo del banco central, el siguiente paso consiste en la formulación de la política monetaria por parte de las autoridades monetarias. Esto se logra mediante la estructuración de una estrategia que le permita reaccionar e instrumentar sus acciones.

Coincidiendo con O' Dogherty (1997) la estrategia de política monetaria constituye un conjunto de criterios y procedimientos mediante los cuales el instituto emisor decide como actuar para alcanzar su meta inflacionaria, lo cual se realizará únicamente mediante el manejo de los distintos instrumentos monetarios que están a disposición del banco.

La manera en como se lleva a cabo las distintas estrategias por cada banco central (es decir, su instrumentación) ha sido un tema muy polémico, en el cual no existe actualmente un consenso general, sin embargo, a grandes rasgos podemos decir que estas varían fundamentalmente por los indicadores empleados para la toma de decisiones y por el uso o no de objetivos intermedios.

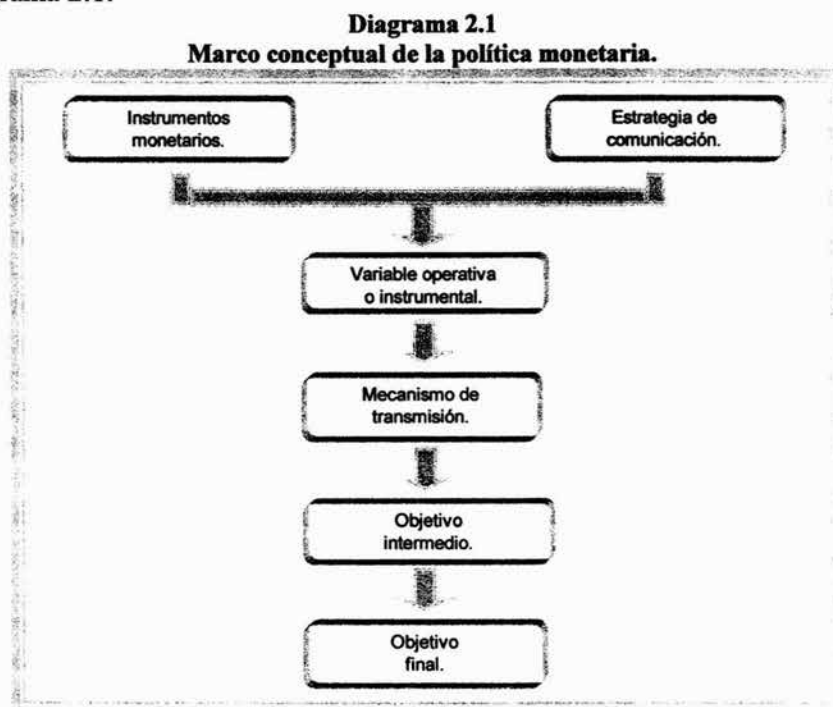
El marco conceptual para la formulación de la estrategia de política monetaria, hace distinción entre los distintos objetivos de política monetaria, los instrumentos de esta, así como los compromisos que el banco central tiene con los agentes económicos (Aboumrad, 1997). De esta manera, sobre la base de este marco general y el objetivo de estabilidad de precios, las autoridades

---

<sup>4</sup> Uno de los principales exponentes de esta nueva escuela del pensamiento económico, mejor conocida como "macroeconomía neoclásica" o "nueva macroeconomía clásica" es Robert Lucas. Dicha escuela se basa en los principios clásicos, pero dadas las características de su enfoque, es considerado como un tipo de monetarismo radical. Una de sus principales características, es que se basa en el supuesto de las expectativas racionales, es decir, los agentes económicos disponen de toda la información disponible para la toma de sus decisiones, logrando de esta forma la formación de sus propias expectativas.

monetarias establecen la relación entre el objetivo final y los instrumentos de política monetaria, siendo estos últimos, el medio mediante el cual el banco central restringe o relaja las condiciones monetarias del sistema financiero. Adicionalmente, a esta estrategia se incluyen otro tipo de variables las cuales se encuentran entre la meta final y los instrumentos, las cuales son conocidas como variables intermedias y están encaminadas al logro de un objetivo intermedio.

El marco conceptual anteriormente descrito puede ilustrarse a través del diagrama 2.1.



Fuente: Elaboración propia con base a la información de O' Dogherty. 1997.

Para arribar a la estrategia más práctica de llevar a cabo la política monetaria, es necesario diseñar una dirección o trayectoria objetivo del nivel de precios deseado, donde los instrumentos de esta, puedan ser ajustados de acuerdo a la manera en como evolucione el nivel observado de los precios con respecto a la meta trazada. Bajo este enfoque, es común enfrentarse al problema de rigidez en los precios ante cambios en las condiciones monetarias, ocasionando que al momento de que las autoridades monetarias decidan llevar a cabo una acción con el objetivo de tratar de corregir una desviación en la meta inflacionaria, este ajuste tendrá que ser de tal magnitud

que provocará grandes efectos desestabilizadores en la economía. Asimismo es indispensable conocer si tales desviaciones son transitorias o permanentes, ya que si pertenecen al primer tipo, es muy posible poder encontrar soluciones sin tener la necesidad de llevar a cabo un proceso de ajuste mayor en la política monetaria.

Identificar correctamente qué variables han de ser incluidas en cada etapa de la estrategia es un requisito indispensable para el éxito de los objetivos de política monetaria, por lo que es necesario conocer cada uno de los objetivos así como su relación con cada uno de los instrumentos.

Un objetivo final, es aquella meta que la autoridad monetaria se propone alcanzar a largo plazo. Tales metas pueden referirse al nivel de empleo, precio, producción o balanza de pagos. Sin embargo, como hemos visto a lo largo de este capítulo, esta decisión se centra en garantizar la estabilidad de precios.

Si consideramos que los efectos de las acciones del banco central sobre el nivel de precios generalmente se dan con un cierto periodo de retraso<sup>5</sup>, siendo en ocasiones no predecibles del todo, y dada la complejidad de la relación objetivos - instrumentos, las autoridades monetarias deben basar sus decisiones de política en la evolución de diferentes variables las cuales guardan una relación muy estrecha con el objetivo final (Mateos). Estas variables se encuentran contenidas entre los instrumentos y la meta final, y son conocidas como variables intermedias, las cuales actúan como objetivos intermedios.

Entre las principales características que el objetivo intermedio seleccionado debe de cumplir son:

- Permanecer bajo la influencia del banco central.
- Ser cuantificable, lo que le garantizará la presencia de información oportuna sobre la misma, permitiendo así, tener un seguimiento sobre su evolución para su periódica evaluación. De esta forma, es posible arribar a conclusiones sobre el comportamiento futuro de los precios.

---

<sup>5</sup> Estos periodos de retraso también son conocidos como retardos temporales o lags, que pueden ser de carácter interno o externo.

El retraso interno comprende varios periodos, los cuales abarcan desde el momento que se da el fenómeno monetario hasta que se recolecta toda la información pertinente sobre el mismo, dicha información debe de ser lo más completa y confiable (information lag); el siguiente periodo abarca desde este punto hasta que se toma una decisión (decision lag), y culmina con el tiempo en que tarda en ponerse en marcha y ejecutar acciones específicas (action lag). Los retardos externos, son considerados como los más desestabilizadores puesto que aquí nos encontramos con la respuesta que la actividad económica presenta ante las medidas tomadas por la autoridad monetaria (Fernández, 1995).

- Ser más sensible que el nivel de precios ante cambios en las condiciones monetarias en el corto plazo.
- Mantener una relación estable de largo plazo con la meta final.

Por lo tanto, es posible contar con un indicador que le permita al banco central reaccionar de forma oportuna a sucesos que pudieran convertirse en un crecimiento futuro de los precios, facilitando a los distintos agentes económicos el seguimiento y evaluación de las funciones y acciones que debe seguir el banco central.

No obstante, el único valor significativo que los objetivos intermedios tienen por sí mismos, es la correlación que guardan con el objetivo final. Tal hecho, es lo que les permite ser establecidos sobre la base de variables más fáciles de manipular y controlar, ya que son variables que pueden ser observadas, lo que no siempre ocurre con la variable que está contenida en el objetivo final, por lo que los objetivos intermedios pueden ser considerados como objetivos a corto plazo. Lo importante es que debe haber una estrecha relación entre la variable intermedia y el objetivo final.

Cabe mencionar que su importancia depende de la forma en como el banco central formule la estructura de la política monetaria, ya que la elección de un determinado objetivo intermedio puede ofrecer distintos grados de control y viabilidad de las acciones del banco central.

Entre los objetivos intermedios más utilizados por las autoridades monetarias se encuentran el establecimiento de límites al crecimiento de algún agregado monetario, el tipo de cambio, el comportamiento de algún índice de condiciones monetarias y las tasas de interés a largo plazo (mediante su fijación o predeterminación).

Dado que es mediante el uso y manejo de los instrumentos que están bajo el mando de las autoridades del banco central como se pueden ver afectadas las condiciones monetarias del sistema financiero y por ende alcanzadas las metas inflacionarias previamente establecidas, es necesario establecer la relación existente entre los objetivos e instrumentos. Siendo que es mediante el análisis de tales relaciones como encontramos lo más representativo de la política monetaria.

Fernández Díaz (1995) afirma que tradicionalmente se da por el vínculo de dos niveles:

Por un lado están los instrumentos de política monetaria con respecto a los objetivos intermedios (proximate targets) y, por otro, estos últimos con los objetivos finales (goals).

El primer nivel se refiere a que las autoridades monetarias al tratar de alcanzar un determinado objetivo o meta final, en este caso la estabilidad de

precios, basarán su estrategia por medio de la utilización de alguna variable monetaria la cual actuará como objetivo intermedio, pudiendo ser la cantidad e dinero (M1, M2, M3 o M4), algún tipo de interés de largo plazo, crédito bancario o el tipo de cambio<sup>6</sup>.

Mientras que en el segundo nivel, las acciones que realiza el Banco Central con el objeto de regular la variable intermedia elegida y por consiguiente alcanzar el objetivo intermedio propicia la consecución de alguna variable u objetivo instrumental u operacional, que puede ser la base monetaria, el saldo de las cuentas corrientes de la banca (liquidez bancaria) o alguna tasa de interés de corto plazo.

Asimismo el control de la variable instrumental está bajo el mando de la utilización de los instrumentos de política monetaria<sup>7</sup>, los cuales pueden ser: operaciones de mercado abierto, facilidades de crédito y depósito, las reservas o encajes obligatorios, entre otros.

Como podemos observar, las acciones que ejecuta del banco central (mediante el manejo de algún instrumento de política monetaria) con el objeto de alcanzar su objetivo operacional o instrumental, inducen al logro de un objetivo intermedio o bien, afectan la trayectoria de alguna variable que puede otorgar alguna información futura sobre el nivel de precios, garantizando así el logro del objetivo o meta final o en su defecto, el poder rectificar la postura de las autoridades monetarias sin la necesidad de tener que esperar a conocer la evolución final de los objetivos últimos. Lo anterior se puede resumir en el diagrama 2.2.

Parte fundamental para la formulación de la política monetaria en la mayoría de los bancos centrales durante la década de los setenta y parte de los ochenta se sustentaba en la utilización de algún objetivo intermedio. Sin embargo, es un hecho que en años posteriores, gracias a la cada vez menor correlación entre el comportamiento de los objetivos intermedios y los precios se ha arribado, en muchos casos a su menor utilización<sup>8</sup> o a su total abandono. Tal fenómeno se puede explicar por los procesos de innovación financiera, la desregulación de los sistemas financieros y a la creciente globalización de los mercados internacionales de capitales.

De lo anterior se desprende la necesidad de operar en un marco monetario que de la flexibilidad suficiente para poder reaccionar

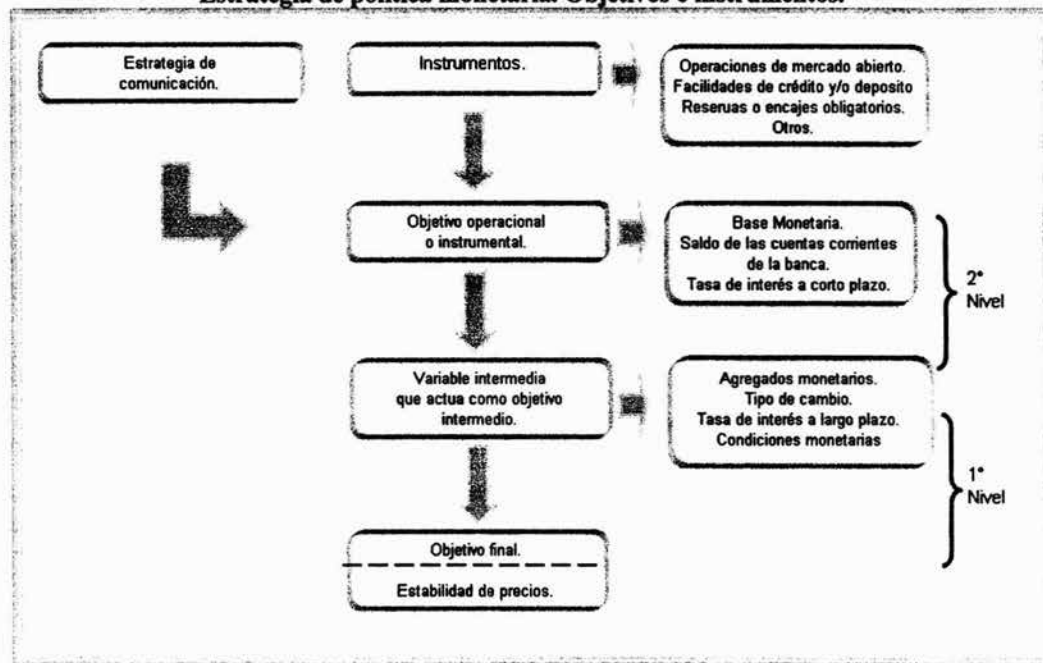
<sup>6</sup> La adopción de algún objetivo en particular dependerá de la estrategia particular que cada banco central haya adoptado implementar.

<sup>7</sup> Se denomina instrumento de política monetaria a una variable sobre la cual el banco central tiene control directo.

<sup>8</sup> El mejor ejemplo es el caso del banco central de Alemania.

oportunamente ante los problemas derivados de un determinado fenómeno provocado por un entorno económico inestable.

**Diagrama 2. 2**  
**Estrategia de política monetaria. Objetivos e instrumentos.**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de O' Dogherty. 1997.

Mucho se ha discutido sobre la conveniencia de adoptar el uso de objetivos directos de inflación, es decir, metas explícitas sobre el nivel de inflación para un periodo de tiempo establecido. Para esto, cada banco central tiene la facultad de seleccionar el procedimiento más conveniente para el logro de sus propias metas inflacionarias.

El establecimiento de este tipo de metas, facilita a los agentes económicos poder vigilar y evaluar el desempeño de la autoridad monetaria, dado que al haber una mayor transparencia, es posible tener una comprensión más amplia de las acciones que realiza el banco central. Aunado a lo anterior, conforme se vayan cumpliendo los objetivos inflacionarios establecidos, es decir, mientras la inflación observada sea similar a los objetivos acordados, los agentes económicos en general modificarán sus expectativas inflacionarias en concordancia a estos últimos, creando así un proceso en el que la tendencia a la baja de la inflación se ve reforzada.



Mateos nos señala que al momento de que un banco central opta por utilizar metas explícitas de inflación, es muy probable que la política monetaria pueda llegar a convertirse en el ancla nominal de la economía, gracias a las expectativas de los agentes económicos, debido a que en el momento en que se vean cumplidas las metas propuestas por el banco central, los agentes económicos interpretarán tales objetivos como el mejor pronóstico de inflación, por lo que sobre la base de tal dato, llevaran a cabo todas sus acciones.

De igual forma, las acciones del banco central, así como sus anuncios de política monetaria e inflación representan una fuerte herramienta que le permitirá tener una mayor influencia sobre la formación de las expectativas futuras de inflación en el público. Sin embargo, ante esta circunstancia el banco central enfrenta el reto de adquirir credibilidad y reputación de autoridad comprometida al combate a la inflación, en un entorno donde interactúan elementos que pueden estar o no bajo su control.

#### **2.4 Mecanismo de transmisión de la política monetaria.**

Hemos visto que la mayor parte de la literatura económica, así como la experiencia internacional, ha reconocido y aceptado que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al bienestar económico es el procurar mantener el poder adquisitivo de la moneda nacional, mediante la aplicación de políticas encaminadas a garantizar una mayor estabilidad en los precios de los distintos bienes y servicios. Sin embargo, es un hecho que las autoridades monetarias no pueden actuar directamente sobre el nivel de inflación, sino que tienen que hacer uso de los instrumentos monetarios que estén a su alcance con el fin de modificar tanto las expectativas de los agentes económicos, las tasas de interés y el tipo de cambio, logrando de esta forma, afectar la demanda agregada, la cual en conjunto con la oferta agregada determinarán la actuación futura de los precios. Esto es lo que comúnmente se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Schwartz (1998) lo define como “El término utilizado para describir las diversas vías a través de las cuales, las acciones de política del banco central, afectan el nivel de demanda agregada y la inflación”.

El desarrollo mediante el cual se pone en marcha el mecanismo de transmisión tiene lugar cuando el banco central actúa en el mercado de dinero. En una primera etapa tales acciones tienen un efecto sobre las tasas de interés de corto plazo y las expectativas de los agentes económicos (expectativas de inflación o riesgo país, por ejemplo). Si consideramos un entorno donde el banco emisor goza de una alta credibilidad y reputación, es posible que las

propias modificaciones en las expectativas de los agentes económicos incidan sobre la determinación final de los precios vía oferta agregada. Asimismo, el banco central podrá controlar la inflación sin necesidad de afectar de manera importante la actividad económica. Esto se debe a que los agentes económicos toman las decisiones de fijación de precios basándose en los objetivos de las autoridades monetarias, por lo que el crecimiento de los precios es igual a la inflación objetivo (Martínez, 2001).

La segunda etapa contempla el proceso mediante el cual los cambios en las tasas de interés de corto plazo y las expectativas afectan la oferta y la demanda agregada. Los cambios en las expectativas y en las tasas de interés en el corto plazo impactan a su vez, en las tasas de interés de largo plazo y otros mercados, incidiendo sobre las decisiones de ahorro, consumo, inversión y financiamiento de los agentes económicos, y por consiguiente sobre la demanda agregada.

El mecanismo mediante el cual se ve afectado el agregado económico contempla la utilización de diversos mecanismos, mejor conocidos como canales de transmisión monetaria. Tales canales se dividen de acuerdo a la forma en como las modificaciones a las tasas de interés real afectan el nivel de inflación. Tal efecto se realiza principalmente por dos vías: la primera tiene su origen del impacto en el costo de financiamiento, el cual a su vez se divide en tres canales: canal tradicional de la tasa de interés, canal crediticio y canal de precios relativos. La segunda vía se refiere al canal del tipo de cambio.

O' Dogherty considera que la respuesta de los agentes económicos a los cambios en la tasa de interés dependerá de cómo reaccionen los incentivos a ahorrar y a consumir; asimismo del impacto que las tasas de interés tengan sobre el valor de los activos e ingresos financieros de los agentes económicos. Por ende, el crédito bancario y la rentabilidad de los proyectos de inversión se ven también afectados.

La tercera y última etapa hace referencia a la interacción que ocurre entre la oferta y demanda agregada, así como a su efecto final sobre el nivel de los precios. La teoría económica nos dice que un exceso de demanda agregada, con respecto a la oferta ocasionará que los precios se eleven, y viceversa. Por lo tanto, si las autoridades monetarias pretenden mantener el control en los precios, será necesaria que las variaciones en la demanda agregada sean seguidas por variaciones proporcionales en la oferta agregada. Para lograr esto es preciso tener una estricta vigilancia de cualquier cambio que se pueda presentar en los distintos mercados.

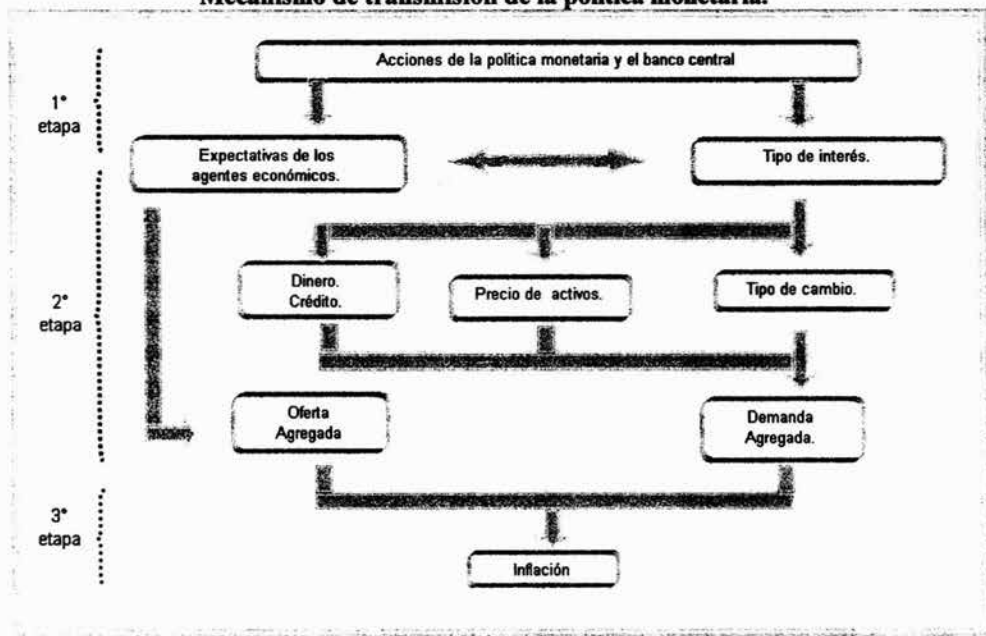
En muchas ocasiones el mecanismo de oferta y demanda agregada pueden verse afectadas por factores externos, es decir, factores que están fuera del control de las autoridades del banco central. Entre los principales ejemplos

que podemos mencionar se encuentran los factores climáticos, los precios internacionales de petróleo, problemas económicos y financieros de otros países, etc.

Para evitar que los efectos nocivos sobre la economía mexicana sean lo menos dañinos posibles es preciso que las autoridades logren aislar y contener los efectos nocivos de este tipo de acontecimientos.

El esquema 2.3 resume la manera en como los cambios en la política monetaria afectan las principales variables económicas:

**Diagrama 2.3**  
**Mecanismo de transmisión de la política monetaria.**



Fuente Elaboración propia con base a la información de O' Dogherty, 1997 y Fernández, 1995.

### 2.4.1 Canales de transmisión de la política monetaria.

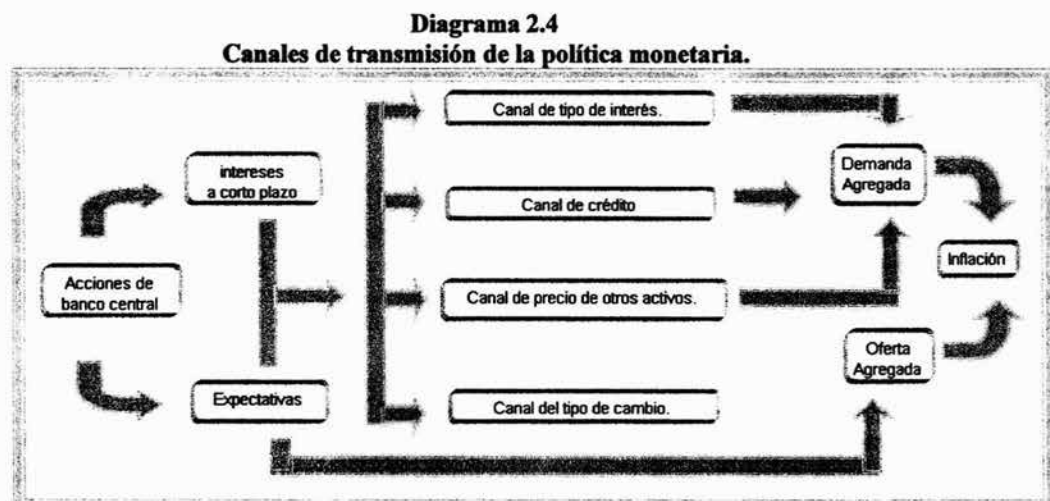
Las autoridades monetarias mediante la instrumentación de la política monetaria, logra influir sobre el nivel de precios (objetivo final de la política monetaria). Para lograr tal empresa, es necesario contar con una evaluación precisa de la forma en que se coordinarán tales políticas, así como sus posibles efectos, por lo que entender el mecanismo a través del cual la política monetaria afecta a la economía es básico.

La influencia de las acciones del banco central es evidente una vez que hemos recorrido los diversos canales de transmisión de la política monetaria, los cuales no solo influyen sobre el objetivo deseado, sino también sobre otro grupo de variables. Para evitar resultados indeseados es necesario precisar el efecto que los cambios en la postura de las autoridades monetarias pueden traer sobre las variables económicas involucradas en el proceso. Hemos de precisar que, el fin último de llevar a cabo este procedimiento es el de poder determinar que instrumentos serán más efectivos y apropiados para alcanzar los objetivos planteados.

Los canales de transmisión han sido ampliamente abordados por la literatura económica. Para efectos de esta investigación, consideraremos el trabajo de Mishkin (1996), el cual nos explica las diferentes posturas que existen en torno a este punto, y el cual los agrupa a grandes rasgos en cuatro canales, que son:

- Canal de tasa de interés.
- Canal del crédito.
- Canal del precio de otros activos.
- Canal del tipo de cambio.

El diagrama 2.4, muestra los principales canales de transmisión por medio de los cuales las acciones de política monetaria afectan la oferta y demanda agregadas y por ende el nivel general de precios y la producción.



Fuente Elaboración propia con base a la información de Schwartz. 2000.

### 2.4.1.1 Canal de tasas de interés.

La importancia de este canal, comúnmente llamado “tradicional”, radica en el gran impacto que ejerce sobre las decisiones de ahorro e inversión y en consecuencia, sobre la demanda agregada y los precios.

Considerado como el mecanismo de transmisión básico del modelo Keynesiano, la tasa de interés real es vista como el vínculo entre el mundo monetario y el mundo real (Le Roy, 1992). Bajo este enfoque, la tasa de interés es considerada como un fenómeno monetario (ya que depende de la oferta y demanda de dinero), por lo que variaciones en el nivel de dinero<sup>9</sup> permite tener efectos reales sobre variables clave de la economía, como producción, empleo y precios.

En condiciones normales<sup>10</sup>, cambios en la postura de política monetaria, nos lleva a cambios en la tasa de interés nominal. Si no varían las expectativas inflacionarias, la variación del tipo de interés nominal se traduce en una variación del tipo de interés real (tipo de interés real menos la tasa de inflación).

Esto último se refleja en repercusiones sobre la demanda agregada mediante cambios en la inversión neta real debido al efecto que tiene en los gastos totales, y que gracias al efecto multiplicador<sup>11</sup>, finalmente se traducen en la determinación del nivel de la producción, empleo y precios, Stiglitz (1994).

Cabe recalcar que Keynes consideraba como el principal factor de cambio del nivel de actividad económica a la demanda agregada. Es por medio de esta vía que la oferta monetaria puede afectar a los precios, y también como ya expusimos a variables reales.

Lo anterior puede ser resumido en el esquema 2.1:

<sup>9</sup> En este caso no referiremos a variaciones en el nivel de oferta monetaria.

<sup>10</sup> Consideraremos una condición normal, cuando nos encontramos fuera de una depresión profunda que nos puede llevar a caer en la trampa de liquidez. Mantey (1995).

<sup>11</sup> El efecto multiplicador nos dice, que ante un aumento de la inversión, el ingreso se incrementará en una magnitud mayor. Dicho incremento dependerá de que tanto se destine de ese ingreso adicional al consumo (propensión marginal a consumir).

La conducción de tal efecto se realiza de la siguiente forma:

Un aumento de la inversión provoca efectivamente un aumento de la actividad económica, debido a una mayor demanda, por lo que se incrementarán las ganancias de los empresarios, y por consiguiente el empleo (si se quiere satisfacerla). Un mayor empleo implica salarios mayores, por lo que la demanda de bienes de consumo se incrementa, siendo superior a la del periodo en que inicialmente se llevó a cabo el aumento de la inversión. El aumento de la demanda de bienes de consumo implica una mayor producción, un mayor empleo, mayor demanda y así sucesivamente, mientras sigamos contando con recursos ociosos. Andjel (1988)

Esquema 2.1



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996

Una política monetaria expansionista, provoca una reducción del tipo de interés nominal, traduciéndose en una reducción del tipo de interés real, si las expectativas de inflación no cambian. Ante tal caída del tipo de interés, el costo de capital disminuye, por lo que el gasto en inversión aumenta, aumentando así la demanda agregada y por consiguiente la producción y el nivel general de precios.

Aterrizando nuestro análisis acorde con el objetivo primordial de las autoridades monetarias, podemos decir que en condiciones normales y de desocupación (es decir, en la medida que contemos con recursos ociosos), las variaciones realizadas por las autoridades monetarias sobre la cantidad de dinero, provocarán cambios en el nivel de producto y empleo sin alterar el nivel de precios<sup>12</sup>, por lo tanto, un aumento de la oferta monetaria, al igual que el caso anterior, implica una caída de la tasa de interés, por consiguiente un aumento de la inversión y un aumento de la demanda agregada.

Sin embargo bajo el enfoque Keynesiano, la efectividad de la política monetaria tiene un límite, el cual tiene lugar en el punto en que una expansión monetaria ya no aumenta la producción, sino solo los precios<sup>13</sup>.

Cabe agregar que la magnitud del impacto de las tasas de interés de corto plazo sobre las tasas de interés de plazos mayores es impredecible, sin embargo, se sabe con certeza el sentido del mismo, es decir, cambios en las tasas de interés de corto plazo se traducen en cambios en la misma dirección en toda la curva de rendimientos de las tasas de interés, aún en las de largo

<sup>12</sup> Puesto que nos encontramos en un punto donde las curvas de oferta agregada y demanda agregada se interceptan en el tramo horizontal de la curva de oferta agregada, por lo tanto un desplazamiento de la curva de demanda agregada eleva la producción sin alterar los precios.

<sup>13</sup> Lo cual sucede en el punto en que la oferta agregada es interceptada por la demanda agregada en su tramo vertical (es decir, nos encontramos en condiciones de pleno empleo), por lo que un aumento de la oferta monetaria trae consigo una caída de la tasa de interés y por consiguiente un aumento de la inversión y en la demanda agregada. Sin embargo, cualquier incremento de la demanda solo se traducirá en un aumento de precios, ya que la demanda no puede ser satisfecha por la oferta debido a que no se cuenta con los recursos suficientes para poder incrementar el nivel de producto.

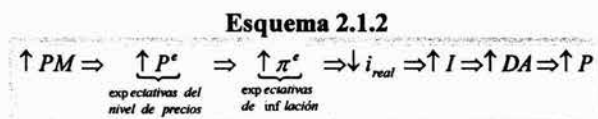
Asimismo cuando nos encontramos en una situación de recesión profunda, las variaciones en la oferta monetaria apenas afectan al tipo de interés debido a que la curva de demanda de dinero es relativamente elástica, por lo que no hay grandes cambios en la demanda agregada y por consiguiente en la producción.

plazo, afectando así las decisiones de inversión y de consumo de bienes duraderos.

Mishkin enfatiza que es la tasa de interés real y no la tasa de interés nominal, la que repercute sobre las decisiones de consumo e inversión. Asimismo menciona (bajo la óptica de John Taylor) la existencia de un mecanismo mediante el cual la política monetaria puede estimular la economía, aún cuando la tasa de interés nominal haya llegado a niveles iguales a cero.

En este modelo, una expansión monetaria trae como consecuencia una disminución de la tasa de interés nominal de corto plazo, lo cual corresponderá a un ajuste en el tipo de interés real tanto en el corto como en el largo plazo. Para arribar a tal conclusión Taylor se basa en las hipótesis de expectativas racionales<sup>14</sup> y precios fijos, de esta forma, la tasa de interés de largo plazo es percibida como el promedio de las expectativas futuras de las tasas de interés reales de corto plazo, por lo tanto, si la tasa de interés real de corto plazo cae, la tasa de interés real de largo plazo también lo hará. Una tasa de interés real provocará un aumento de la inversión productiva, inversión en vivienda y en consumo de bienes duraderos.

En otras palabras, una expansión monetaria incrementa las expectativas del nivel de precios ( $P^e$ ), por consiguiente, las expectativas de inflación ( $\pi^e$ ) también se ven aumentadas. Lo anterior trae consigo una caída de la tasa de interés real (aún cuando la tasa de interés nominal sea cero), estimulando así, el gasto a través del canal de tipo de interés analizado en el esquema 2.1. Lo anterior lo podemos representar mediante el esquema 2.1.2:



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996.

En su modelo, Taylor le otorga un protagonismo especial al canal de la tasa de interés como mecanismo de transmisión de la política monetaria, argumentando sobre la existencia de una sólida evidencia empírica referente a sus efectos sobre el consumo y la inversión.

<sup>14</sup> Las expectativas racionales suponen que los individuos disponen de toda la información disponible para la toma de decisiones, utilizando no solo la información pasada, sino toda la información que consideren pertinente y que este disponible en la actualidad, logrando de esta forma la formación de sus propias expectativas.

No obstante, actualmente diversos autores han replanteado tal argumento, poniendo al descubierto la dificultad en cuanto a la identificación contable de los efectos de las tasas de interés a través del costo de capital sobre la economía. Por lo anterior, han surgido a la luz estudios que tratan de revisar canales alternativos, especialmente los relacionados con el tipo de cambio y el crédito.

#### 2.4.1.2 Canal de crédito.

Este canal se da a través del alcance que la política monetaria tiene sobre la disponibilidad del crédito. Los controles del crédito bancario (ya sea mediante restricciones de crédito a sectores específicos o mediante el uso de techos a la cantidad del mismo) constituye actualmente un instrumento de política monetaria muy socorrido por países cuyo objetivo es controlar algún agregado monetario y por consiguiente la actividad económica.

A pesar de que este mecanismo fue perdiendo importancia dada la creciente liberalización financiera, en los últimos años el estudio del control que el banco central ejerce sobre el crédito bancario ha cobrado gran fuerza, gracias a que este puede ejercer un dominio sobre la asignación de la oferta del crédito vía cantidad y no necesariamente mediante la tasa de interés que cobra por los fondos, es decir, vía precio.

Rojas (1999) nos dice que para entender las razones por las cuales se produce el racionamiento del crédito es necesario enfocarse en el concepto de información asimétrica de los mercados financieros<sup>15</sup>, debido a que da lugar a problemas de selección adversa y riesgo moral entre sus participantes. Básicamente la selección adversa se presenta antes de llevarse a cabo alguna transacción, mientras que el riesgo moral ocurre una vez realizada.

Ayala considera que en la selección adversa una de las partes participantes en una transacción económica toma decisiones ignorando la información que posee la segunda parte, trayendo como consecuencia conductas oportunistas que frenan el desarrollo de los mercados.

Por ejemplo, el problema de selección adversa en los mercados financieros se presenta cuando los prestatarios potenciales con más alta

---

<sup>15</sup> Entendemos como información asimétrica a aquella información que se distribuye desigualmente entre los agentes económicos (en este caso entre prestamistas y prestatarios), es decir, cuando uno de los agentes económicos involucrados en el intercambio de ciertos bienes, tiene un acceso más fácil y barato a cierta información. Dicho conocimiento le otorga un mayor poder de negociación, y por ende mayores beneficios. Los agentes económicos más afectados son aquellos que tienen pocas posibilidades de conseguir la información, por lo que es común que se generen distorsiones relevantes en la toma de decisiones. Ayala (1999)



probabilidad de no pago son los que frecuentemente solicitan préstamos, por lo que tienen una mayor posibilidad de ser seleccionados. En esta situación, los prestamistas (generalmente los bancos), al momento de no poder discernir entre un cliente de alto o bajo riesgo, opta por racionar o en su extremo no otorgar el crédito, aún cuando en el mercado existan buenos sujetos de crédito, es decir, a pesar que los prestatarios estén dispuestos a pagar una tasa de interés más alta y existan proyectos rentables que en otras circunstancias del mercado dicho crédito sería aprobado.

El problema más importante generado en el mercado de deuda y valores es que al momento que los prestamistas no puedan reconocer a un empresario que busca un crédito con buenas oportunidades de inversión debido a su bajo riesgo, con respecto a otro que pudiera representar un mal crédito, se desincentiva el otorgamiento de crédito, por lo que las verdaderas oportunidades de inversión productiva no son tomadas en cuenta, teniendo así un mercado que no funciona eficientemente.

Bajo el enfoque de Ayala, el riesgo moral ocurre al momento que se establece la relación jerárquica entre dos partes, el principal y la agencia (o agente), por medio de un contrato formal o informal. El principal es aquel agente económico que detenta la propiedad de algún activo o la función administrativa de mayor jerarquía, mientras que el agente es aquel que administra la propiedad de los activos o ejerce una función administrativa delegada. Al momento de enfrentarnos bajo un problema de información asimétrica, el agente posee mayor información sobre la organización que se trate, en cambio el principal solo posee cierta información general, la cual es obtenida después de un periodo determinado de tiempo. Si no existe una buena estructura de incentivos para el agente, es muy probable que este no trabaje eficientemente y no cumpla con los objetivos planteados por el principal.

Por ejemplo el riesgo moral en el mercado financiero surge una vez que el prestamista, en este caso el banco, está sujeto al riesgo de que el prestatario realice actividades que bajo su punto de vista, ponga en peligro el pago del préstamo otorgado. Para aclarar este punto podemos mencionar el hecho de que el prestatario invierta en proyectos de alto riesgo, donde obtendría enormes beneficios si el proyecto es exitoso pero que en caso contrario, el prestamista obtendrá las mayores pérdidas si fracasa. Para protegerse, el banco optará por otorgar el crédito, pero en una cantidad mucho menor al crédito solicitado por el prestatario, esto con el fin de reducir los incentivos de realizar las supuestas actividades de alto riesgo.

El conflicto de intereses de ambas partes ocasiona una disminución del crédito otorgado a actividades productivas, por lo que también la inversión se ve disminuida.

Para Mishkin, la información asimétrica en los mercados financieros da lugar a su vez a dos canales básicos dentro del mismo canal de crédito, estos son:

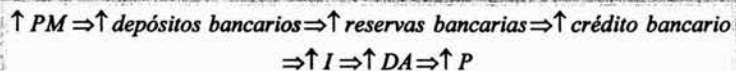
- Canal de crédito bancario
- Canal de “hojas de balance”.

La importancia del canal de crédito bancario radica en el hecho de que la mayoría de los deudores, en especial familias y pequeñas o medianas empresas, no tienen la posibilidad de contar con algún sustituto cercano del crédito bancario para financiar sus propias oportunidades de inversión, más aún no tienen la información y los recursos suficientes como para poder emitir y colocar títulos de deuda en el mercado de capitales, por lo tanto, el crédito bancario asume una labor muy importante dentro de este canal, ya que cualquier alteración en el flujo de fondos prestables de los bancos, tienen repercusiones significativas en variables reales.

A medida que los depósitos bancarios aumentan a causa de una expansión monetaria, las reservas bancarias se incrementarán, por lo que también la cantidad de préstamos que puede otorgar. Este aumento de los préstamos otorgados causará un aumento en la inversión y probablemente se puede presentar la misma reacción en el consumo.

Lo anterior se resume en el siguiente esquema:

**Esquema 2.2**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996.

Es importante mencionar que el canal del crédito bancario refuerza a su vez el efecto expansivo del incremento producido por las tasas de interés sobre la inversión, es decir, se genera un mayor aumento de la inversión.

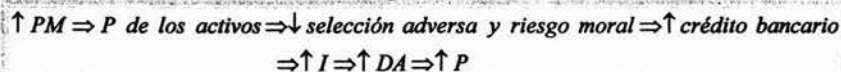
El canal de hoja balance, surge como ya especificamos, gracias a la presencia de información asimétrica. El mecanismo mediante el cual actúa tiene que ver con el efecto que las variaciones de los precios de los activos netos de las empresas tienen sobre el nivel de inversión, y por ende sobre el agregado económico.

Una caída del valor de los activos netos de una empresa incrementa los problemas de selección adversa y riesgo moral, provocando la pérdida de las garantías que los prestatarios tienen sobre los préstamos que otorgan, por lo que prefieren otorgar menos créditos, dado que es menos riesgoso. La consecuencia final como es obvio es una disminución del nivel de inversión.

Sobre lo anterior podemos decir, que la política monetaria tiene grandes efectos sobre el balance general de una empresa. Por ejemplo, si consideramos una política monetaria expansiva, los precios de los activos de las empresas se incrementan, por lo que la selección adversa y el riesgo moral disminuye, esto último ocasionará que el crédito otorgado por el sector bancario aumente, y por consiguiente, la inversión y la demanda agregada. Esto se traducirá en un mayor nivel de precios.

Resumiendo tenemos lo siguiente:

### Esquema 2.3

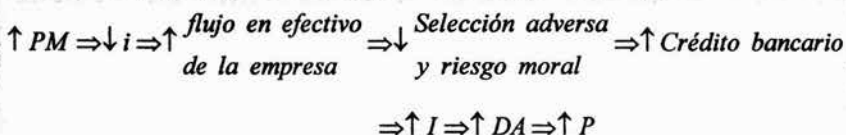


Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996.

El mecanismo anteriormente nombrado, no es el único medio mediante el cual el balance general de una empresa se puede ver modificado, ya que es posible que pueda ser afectado vía tipo de interés.

De igual forma, una expansión monetaria implica una caída de la tasa de interés<sup>16</sup>, por tanto tenemos que el flujo en efectivo de las empresas aumenta al mismo tiempo que el balance general de las empresas presentan una mejoría. Ante estos hechos y siguiendo el mismo razonamiento que en el caso anterior, el riesgo moral y la selección adversa disminuyen, por lo que el crédito aumenta al igual que la inversión, la demanda agregada y el nivel general de precios. Este canal lo podemos representar de la siguiente forma:

### Esquema 2.3.1



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996.

<sup>16</sup> A diferencia del canal del tipo de interés que afecta a la inversión mediante cambios en el tipo de interés real, este canal en específico se refiere, al efecto que el tipo de interés nominal tiene sobre la inversión.

Al integrar al análisis la tasa de interés, es necesario mencionar el fenómeno de racionalización del crédito, el cual involucra el problema de selección adversa. Dicho evento tiene lugar, al momento en que es negado el crédito a los distintos agentes económicos a pesar de que estos están dispuestos a pagar una tasa de interés más alta. Los prestatarios niegan o racionan su crédito debido a que los proyectos de inversión presentados por los agentes económicos<sup>17</sup> son considerados como de alto riesgo, por lo que no están dispuestos a asumir tal riesgo, dado que si dicho proyecto fracasa, las pérdidas económicas correrán por su cuenta, en cambio si es exitoso el proyecto, efectivamente serán beneficiados, pero en un segundo término.

Es de mencionarse que dentro del estudio del canal de crédito, no solo se han llevado a cabo investigaciones sobre las decisiones de gasto en bienes de consumo duradero de grandes firmas, sino que también se han efectuado sobre las decisiones de gasto de pequeños consumidores<sup>18</sup>. Estas han concluido en que ante una caída del crédito bancario (inducido por una política monetaria restrictiva), las decisiones de compra de las familias también disminuyen, debido a que no cuentan con la posibilidad de obtener mediante otro medio que no sea el bancario un crédito. Por el lado de la tasa de interés tenemos que ante su caída, hay un deterioro del balance general de las familias debido a que su flujo en efectivo se ve afectado.

Otro mecanismo que opera mediante el canal de hoja de balance, se refiere a los efectos que la liquidez de los agentes económicos tiene sobre sus gastos en bienes de consumo duradero. Si los consumidores esperan encontrarse en una situación donde las probabilidades de caer en una quiebra financiera es más alta, preferirán contar con una cantidad menor de sus activos financieros no líquidos (bienes de consumo duradero) y aumentar sus activos financieros líquidos (bonos y acciones). La razón de lo anterior se explica por el hecho de que cuando los consumidores cuentan con una mayor cantidad de activos financieros sobre sus pasivos, estiman que la probabilidad de arribar a una quiebra es baja, por lo que están dispuestos a realizar gastos en bienes de consumo duradero.

Por ejemplo, si el banco central opta por una política monetaria expansiva, el precio de los activos financieros aumenta, por lo que también el consumo de bienes duraderos, debido a que los consumidores tienen una posición financiera más sólida, por consiguiente el nivel de inversión, de demanda agregada y el nivel de precios se ven afectados.

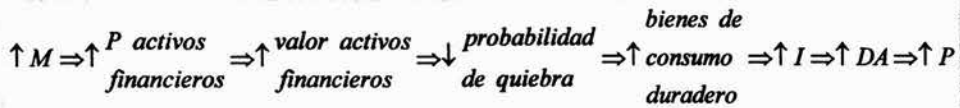
Esquemáticamente tenemos lo siguiente:

---

<sup>17</sup> Los cuales son precisamente los que están dispuestos a pagar una tasa de interés más alta.

<sup>18</sup> Bernanke y Gertler (1995).

**Esquema 2.3.2**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996.

Este mecanismo difiere del anterior en el sentido de que son las decisiones de los consumidores lo que modifica el gasto en consumo, y no las decisiones de los prestamistas en cuanto si otorga o no créditos a los agentes económicos.

**2.4.1.3 Canal de precios de otros activos.**

Este canal se relaciona con el impacto que los cambios en las tasas de interés produce sobre los precios de los activos financieros (como son los bonos, acciones bursátiles, bienes raíces, etc.) y a su vez sobre el gasto de los agregados económicos. Constituye el mecanismo mediante el cual, el modelo básico monetarista tiene su efecto sobre la economía real.

Para Mante, Friedman considera al dinero no solo como un medio de cambio, sino también como un activo financiero que compite con otras formas de mantener riqueza. Si consideramos que, la demanda de dinero es una función estable con respecto a las variables que la constituyen (siendo la riqueza sobre el ingreso el determinante principal de la demanda de dinero), podemos vislumbrar que esta es un sustituto de un gran número de activos cuyos rendimientos relativos son determinantes en el mecanismo de transmisión de las alteraciones monetarias al resto de la economía.

Actualmente la mayoría de los monetaristas y keynesianos afirman que los cambios en la cantidad de dinero afectan a la economía de distintas maneras. Sin embargo los monetaristas critican al enfoque keynesiano en el sentido de que estos hacen su estudio basándose únicamente en el precio relativo de un solo activo financiero (el tipo de interés), en vez de considerar todo el universo de activos financieros que existen en la economía, así como del estudio de la riqueza real.

En otras palabras, el dinero no solo influye mediante el mecanismo de transmisión keynesiano, sino que existen otros medios que actúan mediante los siguientes canales:

- Canal de precios relativos de los activos retenidos por los agentes económicos (equilibrio de portafolios o efecto sustitución),

- Canal efecto riqueza (o patrimonio).

El canal de precios relativos hace alusión al análisis que Friedman establece anticipando las consecuencias que pueden derivarse de cambios monetarios sobre una cartera o portafolios de inversión<sup>19</sup>, la cual está conformada no solo por dinero, sino también por numerosos activos tanto financieros como no financieros<sup>20</sup>, es decir, dicho portafolios constituye el medio mediante el cual un agente económico elige la forma de mantener su riqueza.

Solano considera que cada portafolio de inversión se conforma de tal manera, que los rendimientos esperados y el riesgo de cada activo están equilibrados.

En la medida que los rendimientos marginales (los cuales son ajustados por el riesgo), son los mismos para cada uno de los activos que integran el portafolio, el agente económico percibirá que tiene la selección correcta de activos disponibles.

Para describir cómo se desarrolla el mecanismo de transmisión de precios relativos en la economía, supondremos que la banca central decide aumentar por arriba de la cantidad deseada de dinero la oferta monetaria mediante operaciones de mercado abierto. Ante tal hecho, los agentes económicos presentarán un exceso de saldos monetarios, originando así que sus portafolios se desequilibren, por lo que deben efectuar un ajuste en sus carteras.

Para Friedman este ajuste se realizará mediante el gasto de los saldos monetarios excedentes, y ese gasto a su vez estimularía la expansión del ingreso. Por otro lado, si las tasas de rendimiento de los activos financieros son estables, los agentes económicos preferirán comprar otro tipo de activos en vez de conservar su dinero, por lo que preferirán adquirir activos financieros que sean sustitutos cercanos, por lo que el gasto de bienes y servicios no solo aumentará, sino también el concerniente a los títulos financieros.

Ante el aumento de la demanda de activos financieros, su precio se incrementa y por ende caen sus rendimientos (dado que el rendimiento sobre un activo que genera ingresos está inversamente relacionado con su precio),

---

<sup>19</sup> La teoría de cartera o de portafolio, es el análisis cuantitativo de la administración del riesgo. Su función consiste en formular y evaluar los costos y beneficios de la reducción del riesgo, todo con el objetivo final de lograr la decisión más óptima.

<sup>20</sup> Bonos (privados o gubernamentales), acciones, capital real, bienes de consumo duradero y no duradero, dinero, etc.

haciendo descender la tasa de interés temporalmente<sup>21</sup>, la cual estimula aún más la inversión y el consumo.

Aquellos agentes que decidieron vender sus activos, ahora se encuentran con excedentes en sus saldos monetarios, por lo que deberán reconsiderar sus carteras, por consiguiente, invertirán en una nueva serie de activos financieros. En la medida que los inversionistas sustituyan estos activos, nuevamente los precios se elevarán (con la consiguiente caída de los tipos de interés) y el proceso se propagará.

Florin (1983) considera que el impacto inicial de este proceso se resume en los siguientes puntos:

El primero se refiere a una ampliación de los activos financieros afectados; el segundo tiene que ver con aquellos agentes que ante tasas de interés más favorables tienen la posibilidad de emitir títulos cuya demanda es más alta, lo que permitirá a las empresas llevar a cabo sus proyectos de inversión, y a los agentes económicos comprar bienes de consumo duraderos y no duraderos; por último, los ingresos excedentes, que en un principio se encontraban en poder de los agentes, se encuentran en este momento repartidos en la economía.

Este proceso continúa hasta que se agota toda la gama de activos financieros, y dado que los precios de los activos financieros son superiores al precio de los activos no financieros, los agentes económicos tienden a sustituirlos por estos últimos.

Paralelamente, los precios de los activos no financieros tienden a incrementarse del mismo modo en como se llevó a cabo el proceso para los activos financieros, ocasionando por un lado, que la riqueza aumente en relación con el ingreso, y por otro, que los activos no financieros en existencia se encarezcan con relación a aquellos que se encuentran en existencia, viéndose así afectada la demanda de los mismos, la cual se ha visto incrementada.

Por lo tanto, el estímulo monetario realizado por parte de las autoridades monetarias se extiende a la economía en general, afectando no solo a los mercados financieros, sino también al mercado de bienes y servicios. Esto último se traduce en un aumento de la demanda agregada, lo que a su vez determina la producción, el empleo y los precios. Lo anterior se puede resumir en el esquema 2.4.

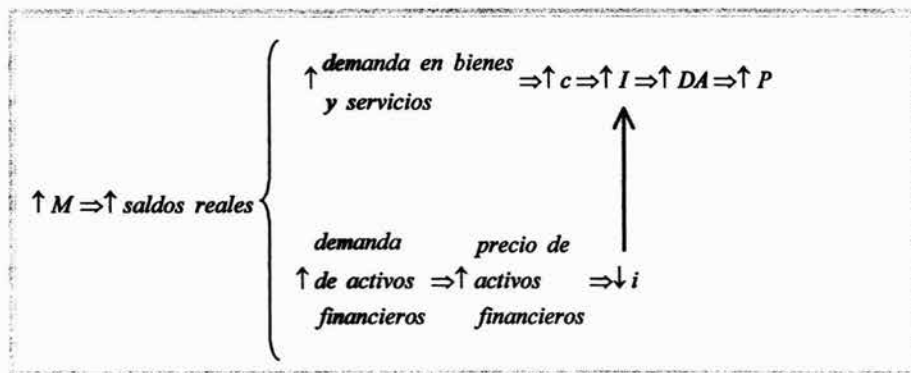
Mishkin incorpora en su análisis, la teoría  $q$  de la inversión de Tobin debido a que es considerada como el vínculo entre el mercado de títulos financieros con el nivel de inversión. Es decir, provee un mecanismo a través

<sup>21</sup> El ingreso real crece hasta el punto en que la demanda de dinero iguala a la oferta monetaria, por lo que la tasa de interés recupera su nivel de equilibrio.

del cual la política monetaria al afectar el valor de mercado de los activos financieros influye sobre la economía.

Tobin define  $q$ , como el valor que concede el mercado de valores a los activos de una empresa en relación con el coste de producirlos. En otras palabras,  $q$  es el cociente entre el valor de mercado de una empresa y el coste de reposición del capital, Dornbusch (1998).

Esquema 2.4



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996 y Ramírez 2001.

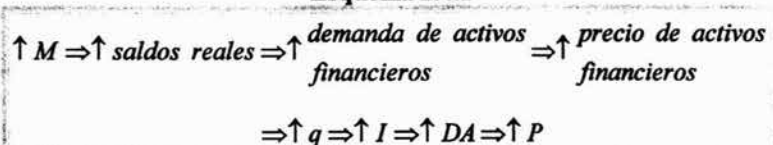
Si consideramos una  $q$  alta (mayor a 1), la empresa tiene mayores incentivos a invertir, dado que el equipo de capital de la empresa vale más que el coste de reponerlo. Bajo este escenario la empresa tiene mayores posibilidades de emitir títulos a precios más altos, por lo que su gasto en inversión aumenta. Hay que tomar en cuenta que solo necesitará emitir una pequeña cantidad de títulos para ello.

Por el contrario, si  $q$  es bajo (menor a 1), la empresa dejará de invertir, puesto que su equipo vale menos que su coste de reposición. Por tal motivo, la empresa no podrá invertir en nuevo equipo, porque para ellos será más factible fusionarse con otra empresa, que adquirir nuevos activos.

Anteriormente vimos que una política monetaria expansionista por parte de las autoridades del banco central, trae como consecuencia que el público decida aumentar su gasto (puesto que encuentra que tienen más dinero del que desean). Como deciden gastarlo no solo en el mercado de bienes y servicios, sino también en el mercado de capitales, la demanda de títulos financieros se ve incrementada, por lo que también su precio. Combinando este punto de vista con el hecho de que un aumento de los precios de los títulos financieros provoca un aumento de  $q$ , tenemos que el gasto de inversión aumenta, dando lugar al siguiente mecanismo:



Esquema 2.4.1



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996

Más aún, tanto el dinero como el capital físico son elementos que conforman una cartera o portafolio de inversión individual. Para una determinada tasa real de rendimiento sobre el capital, un incremento de la inflación ocasiona que el capital se haga más atractivo con relación al dinero, por lo que se presenta un proceso en el que los agentes económicos comienzan a sustituir sus tenencias de dinero por tenencias de capital físico, por lo que hay una acumulación extra de capital que trae por consiguiente un nivel de producción más alto a largo plazo.

El canal efecto riqueza hace alusión a las consecuencias que un desequilibrio monetario puede traer a la riqueza de los distintos agentes económicos, y al efecto posterior que esto origina sobre su comportamiento, principalmente en lo referente a su gasto y a su demanda de dinero, títulos financieros y activos reales.

Una de las primeras apariciones del efecto riqueza en la teoría económica es atribuida a Pigou (principios de los cuarenta), cuyo planteamiento demostró que una baja en los precios ocasiona que el valor real de los depósitos retenidos por el público aumente, por lo tanto, su consumo y la demanda de bienes y servicios<sup>22</sup>.

Solano subraya que es la riqueza neta del sector privado la que tiene una fuerte influencia sobre el consumo, y por ende sobre la demanda agregada. Dicho patrimonio del sector privado está constituido por los siguientes elementos<sup>23</sup>:

- Títulos de propiedad sobre el capital físico (acciones)<sup>24</sup>.
- Parte de la oferta monetaria que no es una obligación de los agentes económicos del sector privado.

<sup>22</sup> Cabe mencionar que Keynes explica que un aumento de los precios bursátiles (debido por ejemplo, a una baja en las tasas de interés) trae consigo un aumento de la riqueza en poder del público. Sin embargo, dicho efecto al ser considerado de carácter transitorio cuyas consecuencias sobre el nivel de consumo son mínimas, pasa a segundo plano.

<sup>23</sup> La riqueza, bajo este esquema está representada en términos nominales.

<sup>24</sup> Cuyo valor está dado por  $p \cdot K$ , donde  $p$  es el precio de mercado de la unidad de capital y  $K$  el volumen de capital.

- Endeudamiento de la Tesorería hacia el sector privado, es decir, el valor de mercado de la deuda gubernamental en circulación, siempre y cuando los agentes económicos no lo consideren como una obligación a futuro.

De esta forma, la riqueza se ve influenciada bajo cualquier impulso monetario, ya sea de manera directa mediante cambios en la oferta monetaria o indirectamente, mediante cambios en el precio de las acciones a través del mecanismo o efecto portafolios (también conocido como efecto de cartera).

Por tanto, las variaciones monetarias afectan la riqueza mediante tres formas:

1. Efecto de las acciones.
2. Efecto de la deuda.
3. Efecto saldos reales.

### **Efecto acciones.**

De acuerdo con Florin, Brunner y Meltzer la riqueza juega un papel preponderante en el comportamiento de los agentes económicos, siendo el valor de las acciones el principal medio mediante el cual, se ve afectada.

El efecto acciones tiene su origen una vez que se ha manifestado el efecto de portafolios, donde las sustituciones que ocurren en dicho proceso, debido a cambios tanto en los precios relativos como en los rendimientos de los activos financieros, influyen sobre los precios de las acciones.

Para ejemplificar lo anterior, supondremos un aumento de la oferta monetaria, por lo que, los agentes económicos al tratar de deshacerse de sus saldos monetarios excedentes comenzarán a comprar instrumentos de deuda, en este caso bonos gubernamentales. Al aumentar la demanda de bonos, su precio se incrementa mientras que sus rendimientos caen. Considerando que los bonos y las acciones son sustitutos cercanos, el público preferirá en este momento adquirir acciones<sup>25</sup>. Por tanto, los precios de las acciones aumentan, al igual que la riqueza de los accionistas. Las consecuencias finales se resumen de la siguiente manera:

Debido a que el precio de las acciones aumenta, la riqueza de los accionistas aumenta también, al igual que su consumo y por ende la demanda agregada.

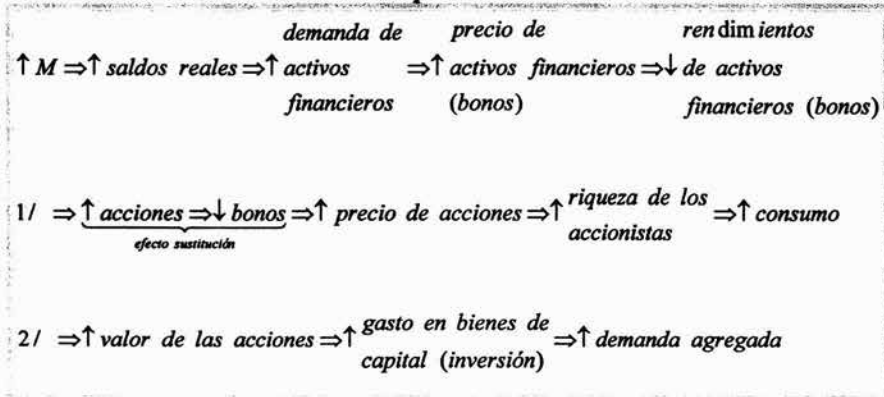
---

<sup>25</sup> Los instrumentos de deuda y las acciones son considerados como sustitutos cercanos de retención de riqueza, por lo tanto, si disminuyen los rendimientos de los bonos, habrá un traslado de estos hacia acciones.

Otra forma por medio de la cual se ve afectada la demanda agregada es mediante la inversión, ya que los incentivos para llevar a cabo nuevos proyectos por medio de la emisión de acciones se ven favorecidos.

Lo anteriormente descrito se puede resumir en el esquema 2.5:

**Esquema 2.5**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996, Ramírez, 2001 y Rojas, 1999.

### Efecto deuda.

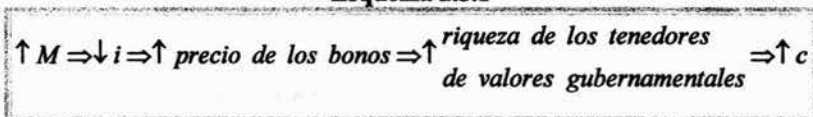
Anteriormente especificamos que uno de los principales componentes de la riqueza es aquella parte de la deuda gubernamental que se encuentra en circulación, siempre y cuando no sea considerada por los agentes económicos como una deuda a futuro en donde estén obligados a pagarla vía impuestos. En la medida que se presente esta situación, el efecto deuda será funcional.

El mecanismo por medio del cual se da el efecto riqueza es inducido por las variaciones en el tipo de interés, provocados a su vez por cambios en la cantidad de dinero ofrecida por parte de las autoridades monetarias.

El razonamiento es el mismo que en el caso anterior, es decir, un aumento de la oferta monetaria y la caída subsiguiente del tipo de interés, hará que el precio de los bonos gubernamentales se incremente, por lo que los agentes económicos poseedores de tales títulos al sentirse más ricos que antes, incrementarán su consumo e inversión privada.

Este mecanismo puede ser resumido mediante el esquema 2.5.1.

**Esquema 2.5.1**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996, Ramírez, 2001 y Rojas, 1999.

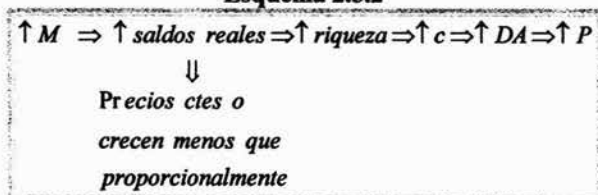
**Efecto de saldos reales.**

Este efecto nos dice que los saldos monetarios reales<sup>26</sup> se incrementan si se dan las siguientes condiciones:

- La oferta monetaria crece más rápido que los precios (o simplemente estos permanecen constantes);
- Si los precios caen mientras que la oferta monetaria nominal permanece constante.

Cuando se presenta este hecho, el efecto inicial se traduce en un aumento de la riqueza, por lo que se incrementa el gasto en consumo, la demanda agregada y la actividad económica. Lo anterior se expresa mediante el esquema 2.5.2:

**Esquema 2.5.2**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996 y Ramírez, 2001.

**2.4.1.4 Canal del tipo de cambio.**

Bajo este escenario, una decisión de política monetaria puede influir sobre el tipo de cambio vía tipo de interés.

Rojas nos dice que al encontrarnos bajo un régimen de tipo de cambio flotante, un cambio en las tasas de interés provocará modificaciones en el tipo de cambio, dado que la rentabilidad de los activos financieros denominados

<sup>26</sup> Los saldos reales se pueden definir como la cantidad de dinero que está en función de su poder adquisitivo. En otras palabras representa los saldos monetarios nominales entre el nivel de precios.

en moneda doméstica se ve afectada en comparación con los activos financieros denominados en moneda extranjera, alterando así las decisiones de consumo e inversión.

Por ejemplo, ante una política monetaria expansiva, la tasa de interés real doméstica cae, por lo que los depósitos realizados en moneda local son menos atractivos en relación con los depósitos realizados en moneda extranjera, por lo que la moneda local sufre una depreciación<sup>27</sup>.

Las variaciones del tipo de cambio influyen en el nivel de precios mediante dos vías:

1. Efecto del tipo de cambio real sobre la demanda agregada.
2. Efecto del tipo de cambio real sobre la oferta agregada.

La primera vía se refiere específicamente al resultado del modelo IS - LM para una economía abierta, es decir, la combinación de una caída de la tasa de interés real, con un deterioro de las expectativas de los agentes económicos propician una depreciación de la moneda que influye sobre las decisiones de gasto entre los bienes producidos internamente con respecto a los bienes producidos en el exterior, afectando de esta forma la demanda agregada y por consiguiente el nivel de precios.

Ante un menor valor de la moneda local los bienes producidos internamente son más baratos en el exterior, en tanto que, los bienes extranjeros en el país se hacen más caros<sup>28</sup>, por consiguiente las exportaciones netas se ven incrementadas ante la eventual caída de las importaciones.

Para ejemplificar lo anterior suponemos que una empresa mexicana productora de textiles importa maquinaria nueva de Estados Unidos con valor de \$100,000 pesos, al tipo de cambio al inicio del año que es de 9.20 pesos por US\$. Suponiendo que la empresa tarda seis meses en su compra, tiempo tras el cual el peso se deprecia hasta alcanzar niveles de 9.54 pesos por US\$. En una primera instancia el precio total de la mercancía era de \$920,000 pesos, ahora con la depreciación, esta será de \$954,000, por lo que el costo en pesos de la maquinaria se ha elevado, es decir, la depreciación del peso frente al dólar ha ocasionado que el costo de los bienes extranjeros sean más caros, en tanto que el precio de los bienes producidos a escala nacional sean más

<sup>27</sup> Entendemos por depreciación cuando el precio de una moneda con respecto a otra descende. Samuelson (1998).

<sup>28</sup> De la misma manera, cuando se aprecia la moneda doméstica los bienes producidos internamente se hacen más caros, por lo que es mucho más complicado que los productores nacionales puedan exportar sus mercancías. Simultáneamente, el costo de los bienes extranjeros se ve reducido, por lo que aumentan las importaciones de tales productos.

baratos en el exterior. Esto último lo podemos comprobar con el siguiente ejemplo:

Una empresa exportadora mexicana, vende sus mercancías a Estados Unidos con un valor total de \$250,000 pesos. La depreciación del peso frente al dólar fortalece a la empresa exportadora mexicana, ya que las exportaciones cuestan menos en Estados Unidos, es decir, el valor de las mercancías mexicanas en el exterior ahora se cotizan en US\$ 26,205.45 dólares en vez de US\$ 27,173.9 dólares, por lo que ante una depreciación los precios de los bienes nacionales se reducen en el exterior.

De lo anterior se concluye que una depreciación de la moneda incrementa las exportaciones netas y con ello la demanda agregada y el producto agregado, mientras que una apreciación de la moneda tiene el efecto contrario. El mecanismo de transmisión que opera a través del tipo de cambio se puede resumir de la siguiente forma:

#### Esquema 2.6

$$\uparrow PM \Rightarrow \downarrow i_{real} \Rightarrow \text{depreciación de la moneda} \Rightarrow \uparrow XN \Rightarrow \uparrow DA \Rightarrow \uparrow P$$

Fuente: Elaboración propia con base a la información de Mishkin, 1996 y Ramírez, 2001.

La segunda vía se refiere al efecto que las variaciones del tipo de cambio tienen sobre la oferta agregada, específicamente sobre los costos de los insumos importados. Como vimos anteriormente, ante una depreciación de la moneda, los bienes producidos en el exterior se encarecen, por lo que aquellas empresas que importan sus insumos ven incrementados sus costos de producción, intentando así, transferir dichos costos al consumidor, mediante un incremento en el precio de venta de sus mercancías finales (tal hecho desplaza la curva de oferta agregada).

Asimismo ajustes en el tipo de cambio pueden afectar el nivel de precios sin que necesariamente se haya tenido que ver afectada la demanda agregada, tal es el caso de empresas con deuda denominada en divisa extranjera. Ante una depreciación, dicha deuda se ve incrementada, por lo que se ve afectada su posición competitiva frente a sus rivales. Así, la competitividad de una empresa, tanto en su mercado doméstico como en los mercados internacionales, puede verse afectada por el riesgo cambiario.

Adicionalmente, el impacto de recursos provenientes del exterior puede afectar la demanda agregada, ya que su mayor entrada al país aprecia el tipo de cambio afectando la demanda agregada y por ende los precios.

Es importante mencionar que la historia económica de México señala que existen tres elementos claves que indican que durante los últimos años el

canal de transmisión de política monetaria predominante ha sido el del tipo de cambio.

Al respecto y como veremos más adelante, la primera evidencia se observa durante la etapa del desarrollo estabilizador, durante la cual el tipo de cambio se mantuvo fijo, contribuyendo a alcanzar más de una década de crecimiento económico con estabilidad de precios. Posteriormente tras la crisis de la deuda en 1982, con la implementación de programas de estabilización ortodoxa basados en una constante depreciación cambiaria y posteriormente con la aplicación de programas de corte heterodoxo los cuales estaban encaminados a estabilizar la moneda donde el tipo de cambio fungió como ancla antiinflacionaria de la economía. Por último, el impacto inflacionario ocasionado por la crisis cambiaria de 1995, y los ajustes posteriores para alcanzar la estabilización de precios, aunado a una política monetaria contractiva encaminada a atraer capital extranjero al país ha propiciado la apreciación constante del tipo de cambio. Por tanto, estos hechos han hecho reconsiderar la enorme importancia que ha representado el tipo de cambio para el logro del objetivo prioritario de política monetaria.

## **2.5 Conclusiones.**

En el presente capítulo analizamos los argumentos teóricos que las autoridades monetarias pertenecientes no solo a Banco de México, sino también a nivel internacional, han empleado para justificar el porque de un objetivo prioritario de política monetaria encaminado a la estabilidad de precios.

La posición tradicional se sustenta principalmente en la visión monetarista que atribuye la inflación al exceso de oferta monetaria, es decir, la inflación es en última instancia un fenómeno monetario.

A raíz de tal aseveración es como un banco central determina los propios alcances de su política monetaria, los cuales se ven limitados a actuar única y exclusivamente a mediano y largo plazo. Asimismo es un hecho que bajo esta visión teórica el dinero juega un papel muy importante dentro de la actividad económica, puesto que este no solo actúa como medio de cambio o depósito de valor, sino también como un activo financiero capaz de competir con otras formas de riqueza.

Por tal motivo, entender el mecanismo a través del cual los distintos bancos centrales instrumentan su política es vital para comprender posteriormente las consecuencias que las distintas estrategias tienen no solo sobre la inflación, sino también sobre el nivel de producto.

Cabe agregar que la mayoría de los estudios académicos y modelos teóricos fomentan las bondades de una economía con estabilidad monetaria, sin embargo, también es cierto que a pesar de tal evidencia, no se ha contemplado las propias limitaciones de contar con una política monetaria única, al mismo tiempo que no se ha determinado los costos asociados al establecimiento de políticas tendientes a disminuir la inflación.

Ejemplo de lo anterior lo vemos con el canal de transmisión de tipo de cambio, el cual ha sido utilizado por las autoridades mexicanas como principal mecanismo de transmisión en los últimos años al servir como ancla antiinflacionaria.

Esta medida de política es la más obvia si consideramos que se le ha asignado como único objetivo la estabilidad de precios, es decir, si Banxico pretende alcanzar su meta inflacionaria, será preciso que realice las medidas necesarias para evitar fugas de capital y de esta forma contribuir a la estabilización del tipo de cambio nominal. Sin embargo, su propio ordenamiento jurídico lo exenta de cualquier compromiso de atender a cualquiera de las consecuencias negativas que de ello pudiera surgir.



# Capítulo 3

Instrumentación de la  
política monetaria en  
México

**E**n el capítulo anterior se identificó el efecto que un cambio en la postura de la política monetaria tiene sobre las principales variables macroeconómicas, así como los canales a través de los cuales dicha política logra afectarlas, particularmente al nivel de inflación, es decir, se analizó la vía por la cual las decisiones del banco central afectan en última instancia la determinación de precios, lo cual se conoce como el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

De igual forma se definió y diferenció los distintos tipos de objetivos de política monetaria, los cuales en una economía de mercado no pueden ser cumplidos de manera directa. Para tal hecho es indispensable utilizar los distintos instrumentos que están al alcance de las autoridades del banco central. Sin embargo, a pesar que la definición tanto del objetivo intermedio como del objetivo final son elementos indispensables para una correcta instrumentación de la política monetaria, es esencial no perder de vista que la forma y la clase de instrumentos que son utilizados en el mercado por el banco central tienen una influencia directa sobre la organización y funcionamiento de los mercados de dinero y capitales, así como sobre los precios de los activos financieros (Schwartz, 1998).

El alcance de este capítulo es aclarar la forma en que Banco de México ha venido instrumentando su política monetaria en los últimos años, la cual se caracteriza por la cada vez menor utilización de los requerimientos de reserva como instrumento de política monetaria y, por lo tanto, se basa en una mayor utilización de mecanismos de mercado obteniendo así, una mayor flexibilidad en el manejo de liquidez<sup>1</sup>. Más aún, sus acciones han estado orientadas a lograr una mejor transparencia y comunicación con los distintos agentes económicos sobre sus intenciones de política.

### **3.1 Fundamentos de la política monetaria.**

Actualmente la conducción de la política monetaria se lleva a cabo afectando las condiciones bajo las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez del mercado de dinero<sup>2</sup>, así como en la capacidad que el banco central

---

<sup>1</sup> Lo cual para efectos de este trabajo los términos liquidez, base monetaria o dinero de alta potencia se utilizarán indistintamente.

<sup>2</sup> El mercado de dinero puede definirse como el mercado donde se comercian instrumentos de deuda a corto plazo. Actualmente está integrado por los certificados de tesorería, aceptaciones bancarias, papel comercial, certificados de depósito bancario y en cierta medida, por

tiene sobre la oferta y demanda de base monetaria para poder contrarrestar sus movimientos erráticos<sup>3</sup>.

Para conseguir un manejo monetario adecuado es necesario que el banco central garantice la existencia de una demanda de liquidez por parte de los bancos que les permita hacer frente a sus compromisos de pago. Tal demanda puede quedar correspondida por una demanda de reservas bancarias en el instituto central por un periodo de tiempo determinado, o puede no tener como contrapartida una demanda de reservas en el mismo.

Bajo un esquema donde el nivel de reservas es cero, el sistema de pagos<sup>4</sup> de la economía, así como las acciones de política monetaria que las autoridades monetarias realicen encaminados a alterar los incentivos de los bancos para mantener sus depósitos en el banco central, juegan un papel sobresaliente en la determinación de la demanda de base monetaria o liquidez.

A pesar de que Banxico tiene la función exclusiva de proveer liquidez al sistema económico mediante la emisión y circulación de billetes y monedas demandados por las instituciones de crédito, y por ende ejercer una influencia predominante sobre las condiciones del mercado de dinero, (por consiguiente sobre el tipo de interés) en la actualidad esto no implica que opere bajo el esquema de tener que controlar directamente la cantidad de algún agregado monetario, sino que esta se centra en la posibilidad de influir sobre las condiciones de los mercados financieros, Alfaro (1997). Para esto, la instrumentación de la política monetaria se sustenta principalmente en el envío de señales que se producen al modificar su participación en el mercado de dinero, para que las tasas de interés se vean modificadas en el sentido que las autoridades monetarias consideren pertinente a fin de alcanzar la meta inflacionaria.

Contrariamente de que Banxico no ejerce un control directo sobre los agregados económicos, estos juegan un papel importante dentro de la conducción de la política monetaria, especialmente si uno de sus objetivos primordiales es el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Por tal motivo, las autoridades deben de mantener la estabilidad de la evolución de tal liquidez con respecto al entorno macroeconómico

---

obligaciones. Se considera también a las operaciones bancarias a corto plazo como parte de este mercado (Cortina, 2002).

<sup>3</sup> Cabe considerar que la interacción entre la oferta y la demanda de base monetaria determina la tasa de interés de corto plazo, lo cual constituye el primer eslabón que da inicio al mecanismo de transmisión de la política monetaria.

<sup>4</sup> El sistema de pagos es un conjunto de mecanismos que apoyan la liquidación de obligaciones que realizan los diferentes participantes en transacciones monetarias, permitiendo que los capitales involucrados en la operación diaria del sistema financiero sean transferidos entre todos sus participantes.

contemplado para alcanzar la meta inflacionaria. Al respecto Banco de México ha considerado pertinente la utilización de referencias cuantitativas para el crecimiento de la base monetaria así como el uso de límites al incremento del crédito interno. Estas medidas son realizadas acorde con los objetivos de inflación planteados por el instituto emisor.

### 3.1.1 Intervención del Banco de México en el mercado de dinero.

El esfuerzo que Banxico realiza para regular el manejo de liquidez en el sistema económico se enfoca en compensar las posibles variaciones exógenas de la base monetaria, es decir, en regular el ritmo de expansión o contracción de la oferta de base monetaria (o también conocido como dinero primario) en función de la demanda de los distintos agentes económicos de medio circulante.

La base monetaria o el dinero de alto poder se puede definir como la suma del efectivo en circulación (billetes y moneda metálica) más los depósitos de reserva que tienen los bancos comerciales en Banco de México.

A continuación se presentan los factores que expanden o contraen la base monetaria mediante el empleo de un balance general simplificado de Banco de México:

**Cuadro 3.1**  
**Balance simplificado de Banco de México.**

<b>ACTIVOS</b>	<b>PASIVOS</b>
Activos y depósitos internacionales <sup>5</sup>	Billetes y moneda metálica en circulación
Valores en cartera (del Gobierno federal y de intermediarios financieros)	Depósitos de bancos comerciales en Banco de México
Crédito a intermediarios financieros o crédito interno neto.	Depósitos del sector público
Otros activos <sup>6</sup>	Otros pasivos y capital
<b>Fuentes de la base monetaria (oferta)</b>	<b>Usos de la base monetaria (demanda)</b>

Fuente: Elaboración propia con base a la información de Ramírez. 2001.

Por el lado de los activos el banco central incluye los activos y depósitos internacionales, los cuales incluyen las reservas internacionales, los

<sup>5</sup> Contempla reservas internacionales y pasivos a deducir.

<sup>6</sup> Incluye participación en organismos internacionales, inmuebles, mobiliario y equipo y otros activos.

valores en cartera del gobierno federal e intermediarios financieros y por último el crédito interno neto el cual a su vez está compuesto por el crédito que el banco central otorga al gobierno y a los bancos comerciales.

Por su parte, los pasivos de un banco central están conformados por billetes y moneda metálica en circulación así como de depósitos que las propias instituciones de depósito tienen en el banco central. Por lo tanto, una variación tanto en las reservas internacionales causadas por la intervención del banco central en el mercado de divisas como de las modificaciones en el crédito interno neto del banco central, debe tener como contrapartida un cambio en la demanda de billetes y monedas y/o variaciones en los depósitos de los bancos comerciales en el instituto emisor.

En otras palabras, la base monetaria es un pasivo del banco central, el cual está correspondido por el lado de los activos por lo activos internacionales netos y el crédito interno, que es la diferencia entre la base y los citados activos internacionales. Una de las principales consecuencias de esta relación es que el crédito interno puede disminuir ante un aumento de los activos internacionales netos, sin que esto se traslade en una contracción de la base monetaria.

Para derivar los elementos que contraen y expanden la base monetaria, se reacomodaron los elementos del balance de Banco de México de tal forma que obtenemos la siguiente ecuación:

**Cuadro 3.2**  
**Base monetaria**

<b>Base monetaria (1)</b>	<b>Igual (=)</b>	<b>Factores que expanden la base (2)</b>	<b>Menos (-)</b>	<b>Factores que contraen la base (3)</b>
Billetes y moneda metálica en circulación		Activos y depósitos internacionales		Depósitos del sector público
Depósitos de bancos comerciales en Banco de México		Valores en cartera (del gobierno federal y de intermediarios financieros)		Otros pasivos y capital
		Crédito a intermediarios financieros o Crédito interno neto.		
		Otros activos		

Fuente: Elaboración propia con base a la información de Ramírez. 2001.

La ecuación presentada en el cuadro 3.2 nos dice que un incremento en algunos de los factores que expanden la base (columna 2) provocará un incremento igual en la base monetaria, mientras que un incremento en un

factor que tenga la propiedad de contraerla (columna 3) causará que la base monetaria disminuya (Ramírez).

### 3.1.1.1 Composición de la base monetaria

Como observamos en el cuadro 3.1, la base monetaria por el lado de los usos (demanda) está formada por billetes y moneda metálica en circulación y por el saldo neto total de las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el banco central. Por el lado de sus fuentes (oferta) está compuesta por los activos internacionales netos y por el crédito interno neto del Banco de México.

La demanda de base monetaria se encuentra conformada por la cantidad de billetes y monedas que demandan los agentes económicos, así como de la demanda específica de los bancos por reservas bancarias en forma de depósitos a la vista o en sus cuentas corrientes en Banco de México.

La cantidad de billetes y monedas demandada por los agentes económicos se comporta de acuerdo a la cantidad de dinero en efectivo que el público requiere para realizar sus transacciones económicas diarias. Asimismo, este comportamiento está acorde a los costos de oportunidad en los que incurren al preferir este tipo de activos en vez de invertirlos con el objeto de obtener rendimientos. Por otro lado, la demanda de base monetaria también está en función del ingreso, de la existencia de otros medios de pago y por los precios de los bienes y servicios a adquirir.

Los bancos comerciales demandan billetes y monedas para poder enfrentar la demanda del público por este agregado monetario. Aunado a lo anterior y al mismo tiempo que el público realiza retiros o depósitos de efectivo en los bancos para satisfacer su demanda de liquidez, los requerimientos de efectivo por parte del público representan a su vez la demanda billetes y monedas de los bancos. Es decir, cuando el público retira efectivo del banco y si este no cuenta con suficiente moneda, puede obtener tal efectivo en el banco central con su correspondiente cargo en la cuenta que lleva con el instituto emisor. De igual forma, un depósito de efectivo del público en un banco puede corresponder a un depósito en el banco central quien abonará en la cuenta corriente de dicho banco. Por lo tanto, un aumento o una disminución de la demanda de billetes y monedas (retiros o depósitos) repercuten en cambios en los saldos de las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el banco central (Banco de México, 1996). De esta manera observamos que el banco central satisface la demanda de billetes y monedas de una manera pasiva, por lo que la estrategia de política monetaria se basa más bien en como afecta los saldos de las cuentas corrientes de los

bancos comerciales en el instituto emisor, que en el proceso mediante el cual satisface la demanda de billetes y monedas.

En un sistema donde los requerimientos de reservas en el banco central son nulos, el comportamiento de la base monetaria es muy similar al de los billetes y monedas en circulación dado que los bancos comerciales no tienen incentivos para mantener saldos positivos en sus cuentas en el banco central<sup>7</sup>, es decir, la demanda de los bancos por saldos en sus cuentas corrientes en el banco central (o también llamada cuenta única) es poco significativa. Para compensar lo anterior, O'Dogherty (1997) señala que Banxico realiza las siguientes actividades:

- Otorgamiento de líneas de crédito diurno a los bancos para que liquiden los resultados de sus sistemas de pago.
- Permite que las instituciones de crédito sobregiren sus cuentas corrientes bajo ciertas condiciones.
- Existencia de un mercado de nivelación de fondos.
- Intervención diaria del Banco de México en el mercado diurno<sup>8</sup> (y ocasionalmente en el mercado de nivelación de fondos) para compensar cambios esperados en la oferta de la base monetaria.

Los bancos centrales pueden controlar la oferta de la base monetaria (o también conocido como dinero primario) en primer lugar gracias a que poseen el monopolio de su emisión, o bien mediante el control de su costo (tasa de interés).

En la práctica, para que Banxico pueda suministrar todos los billetes y monedas que les son demandados, debe de “crear o expandir” y “destruir o contraer” la base monetaria a través de diferentes operaciones, las cuales como se ven en el cuadro 3.2 se resumen en la compra y venta de divisas y valores, en el otorgamiento de crédito a intermediarios financieros o en la conformación de depósitos.

El proceso de creación de base monetaria se traduce en un aumento de los saldos de las cuentas corrientes de la banca en el banco central, donde el importe de las operaciones respectivas se abona en las cuentas de dicho banco. Por su parte, la base monetaria es destruida cuando la operación resulta en la disminución de los saldos en las cuentas corrientes, por lo tanto,

<sup>7</sup> Debido a que Banco de México no exige requerimientos reservas o encaje legal.

<sup>8</sup> Un Crédito o sobregiro diurno es aquel crédito que el banco central otorga de manera automática a los bancos que incurren en sobregiros en sus cuentas durante el día. Este crédito debe pagarse antes del cierre de operaciones del día en que se recibió (O' Dogherty 1997).

disminuciones en la oferta de la base monetaria traen como resultados cargos en las cuentas corrientes de los bancos.

Otra fuente de creación o destrucción de dinero primario se da cuando movimientos en la cuenta que la Tesorería de la Federación mantiene en el banco central tiene como contrapartida un depósito o un retiro en las cuentas de la banca en el banco central. Cuando dicho giro se abona en la cuenta corriente de algún banco, se crea dinero y viceversa.

Las instituciones financieras utilizan sus cuentas únicas no solo para liquidar transacciones entre la autoridad monetaria y las instituciones de crédito, sino también para liquidar los resultados de las cámaras de compensación de documentos<sup>9</sup>, de pagos electrónicos de alto valor<sup>10</sup>, y operaciones de los mercados de valores y de capitales<sup>11</sup>. De igual forma los bancos realizan entre sí, intercambios de recursos por medio de operaciones de crédito y de préstamos. Tales intercambios se realizan de aquellas instituciones que cuentan con excesos de recursos hacia aquellas que registran faltantes. La existencia de este mercado conocido como interbancario es el garantizar el equilibrio entre la oferta y la demanda de recursos de corto plazo.

Diariamente Banxico satisface en su totalidad la cantidad demandada de billetes y monedas, y por lo mismo ejerce una fuerte influencia sobre la economía, ya que interviene tanto en el mercado de cambios como en el mercado de dinero al determinar las condiciones para alcanzar en el mercado

<sup>9</sup> La cámara de compensación es un organismo que opera las compensaciones que se producen por cuentas recíprocas entre instituciones de crédito. En México, está alude a la cámara que cotidianamente se reúne para compensar los cheques girados por el público en general, de las instituciones de crédito y aquellos depositados en los bancos diferentes al banco girado (Cortina, 2002).

<sup>10</sup> Diseñado en 1994, el SPEUA o Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado es un sistema de pagos de alto valor a través del cual los bancos y sus clientes se envían grandes sumas de dinero. Este sistema permite realizar pagos de alto valor con fecha valor mismo día, entre cuenta habientes de distintas instituciones de crédito. Su principal objetivo es sustituir a los cheques de alto valor (cuyo monto mínimo de cada orden de pago es cincuenta mil pesos), disminuyendo así, el riesgo de crédito que corren tanto el Banco de México, como las instituciones de crédito y el público en general. Únicamente las instituciones de crédito participan en este esquema, ya que las casas de bolsa, empresas y otros intermediarios del sistema deben enviar sus órdenes de pagos a través de una institución de crédito participante. Para mayor información, ver la Circular 2019/95 numeral M.84 emitida por Banco de México.

<sup>11</sup> El Indeval o "S.D. Indeval, S.A. de C.V." comienza a operar el 1° de octubre de 1987, constituyendo la única empresa en México autorizada para operar como depósito de valores en los términos establecidos en la Ley del Mercado de Valores (Art. 55). Esto mediante la prestación de los servicios de custodia, administración y transferencia de valores; así como la compensación y liquidación de operaciones en un ambiente de inmovilidad física. Para mayor información, remitirse a la página de Internet [www.indeval.org.mx](http://www.indeval.org.mx).



interbancario el equilibrio entre la oferta y demanda de recursos por parte de las instituciones de crédito en sus cuentas corrientes en el banco central.

Por lo tanto, la estrategia de política monetaria debe enfocarse en garantizar una perfecta regulación de la oferta de dinero primario, en especial, de la determinación de su crédito interno neto, con el objeto de que su intervención en el mercado de dinero, aunado al establecimiento de reglas y lineamientos de operación que afecten la demanda de base garantice el logro de el objetivo operacional que en este caso sobra decir que lo constituye el monto de reservas o liquidez de los bancos comerciales en su cuenta corriente, es decir, el saldo promedio o acumulado de dichos depósitos conforme a lo estipulado en el régimen de Saldos Acumulados.

El diagrama 3.1 nos muestra la interacción entre los principales elementos del balance de un banco central, los cuales al estar en equilibrio aseguran el logro del objetivo operacional. Igualmente resalta la importancia del crédito interno neto como la variable de ajuste para alcanzar el equilibrio en el mercado de dinero, el cual es producto de la intervención del banco central en el mercado de dinero.

**Diagrama 3.1**  
**Equilibrio del mercado de dinero.**



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Schwartz, 1999 y Díaz de León, 2001.

Díaz de León (2001) afirma que las condiciones para el manejo de las cuentas corrientes de las instituciones financieras en Banxico impactan directamente la demanda de los bancos por saldos monetarios en sus propias cuentas corrientes con el banco central, por lo tanto, afecta las condiciones del mercado. Es importante no perder de vista que todos los cambios en la oferta y demanda de base monetaria traen consigo variaciones en los saldos de las cuentas corrientes de la banca.

La intervención de Banxico en el mercado de dinero se realiza todos los días hábiles a partir de las 12:00 horas a través de subastas de crédito o depósito, así como de la compra y venta de valores gubernamentales ya sea en directo o mediante reportos. En estas operaciones Banxico fija la cantidad de liquidez que desea agregar o quitar, siendo el mercado el encargado de determinar las tasas de interés. Para poder satisfacer la demanda de medio circulante, debe manejar la liquidez existente en las cuentas corrientes de los bancos. Para esto, debe tener conocimiento previo de aquellas operaciones que afectan dichos saldos, exceptuando los retiros extraordinarios y los depósitos de billetes y monedas que realizan las instituciones de crédito.

Cuando Banxico es el que recibe sin previo aviso los depósitos de billetes y monedas que los bancos captan del público, este deberá abonar dicha cantidad en las cuentas corrientes ese mismo día en que se realizó el depósito. Lo contrario ocurre cuando dicha liquidez es satisfecha mediante la entrega de tales medios de pago a través de su correspondiente cargo (en su valor nominal) en las cuentas corrientes de los bancos, haciéndoles por lo tanto incurrir en sobregiros los cuales deben ser compensados, ya que de no hacerlo, los sistemas de pago podrían no ser liquidados o provocarían presiones sobre las tasas de interés.

Si la demanda de base es mayor que la oferta de dinero primario, el saldo de las cuentas corrientes disminuirá, tal situación presionará a alzas en las tasas de interés debido a que los bancos tratarán en el mercado de interbancario de cubrir los faltantes en dichas cuentas evitando así, pagar el costo financiero de un sobregiro. Por el contrario, si la demanda de medio circulante es inferior que la oferta, el saldo en las cuentas corrientes de la banca se verán incrementadas por lo que las instituciones de crédito presionarán a las tasas de interés a la baja, ya que al no ser remunerados por el Banco de México dichos saldos excedentes, comenzarán a deshacerse de ellos mediante su préstamo. De esta manera, los cambios en la demanda de billetes y monedas repercuten en cargos o abonos en las cuentas corrientes de la banca, por lo que no afectan el nivel de la base monetaria, pero si cambia la composición entre billetes y monedas, y depósitos de las instituciones crediticias en el banco central.

Para evitar fluctuaciones en las tasas de interés por factores ajenos a las condiciones del mercado de dinero, Banco de México debe aumentar su financiamiento cuando se incremente el saldo demandado de billetes y monedas, y debe reducirlo cuando se presentan disminuciones en la demanda. En otras palabras, Banxico está obligado a pronosticar diariamente los cambios en la demanda de billetes y monedas para así poder compensarlo en el mercado de dinero, es decir, está obligado a modificar la oferta de dinero primario de tal manera que compense las variaciones en la demanda de billetes y monedas.

Dicho pronóstico se realiza a través de una proyección diaria de este medio circulante, el cual se elabora basándose en una estimación de la demanda oportuna del saldo de billetes y monedas en circulación. Sin embargo, el principal problema que tiene el banco central para poder establecer la liquidez necesaria en el mercado de dinero consiste en que no puede determinar de manera exacta el saldo que será demandado, lo cual se origina por la falta de información oportuna respecto a las necesidades de liquidez de cada institución de crédito.

La posición de un banco central frente al mercado de dinero está determinada por la intervención que este realiza al suministrar o retirar liquidez. Lo anterior, aunado a la volatilidad y a los cambios en la oferta y demanda de base monetaria determinarán las estrategias e instrumentos monetarios a seguir por las autoridades del instituto emisor.

Un banco central es acreedor neto de los bancos cuando las instituciones financieras en su conjunto le deben al banco central por concepto de los préstamos otorgados, convirtiéndose así, en el proveedor marginal de recursos a través de las operaciones de mercado abierto que efectúa en el mercado de dinero. Bajo esta situación, el mercado de dinero presenta un déficit estructural de liquidez. En el caso contrario, el banco central es considerado como deudor neto cuando en su agregado ha captado recursos, por lo que tiene que retirar los excesos de liquidez mediante sus operaciones diarias, por lo que el mercado muestra un superávit de liquidez.

### **3.1.1.2 Mercado de nivelación.**

El mercado de nivelación permite que los bancos operen con menores recursos en sus cuentas puesto que una vez que las instituciones de crédito han concluido las operaciones con sus clientes y tienen conocimiento de los resultados de la liquidación de las diferentes cámaras de compensación y por consiguiente del saldo preliminar de cierre de sus cuentas corrientes en el

banco central, Banxico les permite realizar, intercambios de fondos entre sí en sus cuentas en el instituto emisor<sup>12</sup>.

A la apertura de dicha sesión, Banxico puede subastar crédito o depósitos, esto con el fin de compensar faltantes o excedentes de liquidez, producto de la imposibilidad de determinar con certeza el saldo demandado de billetes y monedas, es decir, por diferenciales entre la demanda estimada de este agregado monetario y la observada. Generalmente las intervenciones de Banco de México se producen ante la presencia de fluctuaciones no esperadas de la demanda de billetes y monedas, así como en el último día del periodo de 28 días que bajo el régimen de saldos acumulados disponen los bancos para promediar en 0 el saldo de sus cuentas corrientes.

### 3.1.2 Régimen de saldos acumulados (SA) o encaje promedio cero<sup>13</sup>.

La crisis cambiaria y financiera que tuvo lugar a finales de 1994 y durante 1995 obligó a las autoridades a adoptar un régimen cambiario de libre flotación convirtiendo de hecho a la política monetaria, como el ancla nominal de la economía.

Desde entonces Banxico ha seguido con la práctica de fijar diariamente su objetivo de liquidez para acomodar la demanda de billetes y monedas. Sin embargo, a lo largo de este periodo ha cambiado radicalmente su forma de intervención en el mercado de dinero (Gil, 1997).

Antes de la crisis, Banxico convocaba a subastas de dinero a tasas de interés determinadas por el mismo, pero en un contexto donde la devaluación de peso fue de más del 100%, aunado a un fuerte repunte de la inflación, la credibilidad del banco central fue seriamente dañada.

Martínez (2001) manifiesta que las críticas en la actuación de Banxico se centraron principalmente en la falta de transparencia en la conducción de la política monetaria, en la falta de información que el banco central difunde al público en general y en la falta de decisión para restringir oportunamente la política monetaria antes, durante y después de la crisis.

---

<sup>12</sup> Hasta 1995, el mercado de nivelación era conocido como "mercado lechero" Este mercado interbancario, operaba créditos interbancarios nocturnos con valor al día anterior. Esto es, cada mañana de las 8:00 a.m. a las 9:30 a.m. intervenía para saldar las cuentas de los bancos comerciales en el Banco de México correspondientes al día anterior. Con el propósito de corregir el desequilibrio de todo el sistema por el "error" del banco central en la predicción de la demanda de dinero de base, así como el experimentado en la cuenta de un banco dado y que tiene su contraparte en la cuenta de otro banco (Martínez, 1995).

<sup>13</sup> O también llamado "reserve averaging around zero".

Bajo este contexto, Banxico se ve en la necesidad de establecer un ancla nominal más transparente y estricta, donde la postura de acomodar la demanda de dinero fue complementada con una tasa de interés determinada libremente por el mercado.

Con el fin de aplicar un esquema operativo a través del cual tanto el tipo de cambio como la tasa de interés fuesen determinados libremente por el mercado, el instituto central a partir de marzo de 1995, optó por la utilización de el régimen de saldos acumulados (SA) constituyendo al objetivo de saldos acumulados como uno de los principales instrumentos de política monetaria. Es mediante el anuncio de dicho objetivo como Banxico envía señales acerca de sus intenciones de política monetaria a los mercados financieros sin determinar niveles de tasas de interés.

A través de este régimen, se establecen periodos de cómputo de 28 días naturales en los que cada institución de crédito debe procurar que la suma de los saldos diarios de su cuenta corriente en el banco central sea cero al final de dicho periodo. El régimen de SA le permite al banco central controlar el manejo las cuentas corrientes de la banca, permitiendo a esta última, que al cierre de las operaciones del día, registre sobregiros en sus cuentas con la condición de mantener un Saldo Acumulado mayor o igual a cero al término del “periodo de medición”. Más aún, el banco central otorga créditos automáticos a las instituciones financieras que incurrir en sobregiros en sus cuentas corrientes, siempre y cuando dicho banco deposite la misma cantidad en su cuenta corriente antes del periodo de medición.

La medición del saldo de las cuentas corrientes de la banca por un periodo de 28 días, le permite al banco central proporcionar una liquidez mayor o menor a la necesaria, obligando así a uno o más bancos a acumular saldos positivos o negativos. Paralelamente, permite satisfacer la demanda de billetes y monedas sin tener que intervenir tan seguido en el mercado de nivelación para compensar las diferencias entre la demanda de billetes y monedas observada y la esperada.

Para determinar el Saldo Acumulado, Banxico al final de cada periodo suma para cada uno de los bancos sus saldos positivos diarios mantenidos en su cuenta corriente y le resta el total de los sobregiros en los cuales incurrió durante dicho periodo, en otras palabras, se realiza la suma de los saldos positivos y negativos registrados en la cuenta corriente de cada una de las instituciones de crédito que tienen en el banco central. Dicho cálculo se realiza al cierre del día e incluye los días inhábiles.

El cuadro 3.3 presenta un ejemplo de cómo se calcula los saldos acumulados para un banco en particular.

**Cuadro 3.3**  
**Ejemplo del cálculo de Saldos Acumulados para una institución de crédito.**

Día	Saldo en la cuenta al cierre del día	Saldo acumulado de saldos diarios	Día	Saldo en la cuenta al cierre del día	Saldo acumulado de saldos diarios
1	20	20	15	0	-80
2	20	40	16	0	80
3	20	60	17	0	80
4	20	80	18	0	80
5	-170	-90	19	0	80
6	170	80	20	0	80
7	-150	-70	21	0	80
8	-150	-220	22	-20	60
9	150	-70	23	-20	40
10	150	80	24	-20	20
11	150	230	25	-20	0
12	0	230	26	0	0
13	-230	0	27	-170	-170
14	80	80	28	170	0

Fuente: Elaboración propia en base a la información del Anexo 4 del Informe Anual de Banco de México, 1996.

Nota: Los datos enmarcados corresponden a los días inhábiles.

De acuerdo al cuadro 3.3 el saldo de la cuenta corriente al cierre del día tanto para el primero como el segundo día es de 20 millones de pesos (mp), mientras que el saldo acumulado es de 20 y 44 mp respectivamente (ver segunda columna). Para el cuarto día el saldo acumulado es de 80 mp ya que para el conteo también se contemplan los días inhábiles, por lo tanto, si el saldo de la cuenta corriente es de 20 mp, el saldo acumulado para el sábado (tercer día) será de 60 mp y para el domingo (cuarto día) de 80 mp. Al cierre del quinto día (lunes) será de -90 mp, ya que la cuenta corriente de ese banco cierra con un sobregiro de 170 mp.

Para el término del periodo de medición, el saldo acumulado de saldos diarios tendrá que ser de cero, lo cual puede ser observado en el cuadro.

Si el cálculo anterior arroja para el banco un sobregiro neto, Banco de México le cobrará sobre dicho monto, dos veces la tasa representativa de las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero, la cual actualmente está representada por la tasa de Cetes a 28 días<sup>14</sup>. Si por el contrario tal banco registra un saldo positivo acumulado, este incurre en un costo de oportunidad, ya que al no recibir remuneración alguna por parte del banco central, termina

<sup>14</sup> Los Cetes son títulos de crédito al portador, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar una suma fija de dinero en una fecha determinada. Dichos valores son emitidos por conducto de la SHCP, siendo Banco de México el único encargado de su colocación y redención (Cortina).

manteniendo recursos ociosos en su cuenta corriente, perdiendo así la ocasión de invertir tales recursos a la tasa de interés del mercado.

Asimismo este tipo de régimen está diseñado para inducir a las instituciones de crédito a mantener en cero sus cuentas corrientes en el instituto emisor, ya que no cobra intereses por los sobregiros incurridos durante el día (siempre y cuando esté dentro de los límites establecidos), ni otorga remuneración alguna por los saldos positivos.

Cabe destacar que aquellas instituciones de crédito que deben pagar la multa de dos veces Cetes al final se ven beneficiadas al invertir los recursos obtenidos por los sobregiros, por consiguiente, al final el costo neto en ambos casos es aproximadamente una vez la tasa de interés del mercado.

Los límites a los saldos positivos o negativos son determinados por Banxico de forma individual y en función del capital neto y de los pasivos de cada institución y tienen el fin de disminuir las fluctuaciones en los saldos de las cuentas corrientes de la banca, y por ende evitar presiones sobre la tasa de interés (Aguilar, 1997).

Si las tasas de interés aumentan más allá de las expectativas de los bancos, éstos están tentados a sobregirar sus cuentas en el banco central con el objetivo de obtener tales recursos e invertirlos en el mercado a dicha tasa. Esto aumentará por ese día la oferta de fondos por lo que las tasas de interés tenderán a disminuir. Por el contrario, si las tasas de interés caen, los bancos obtendrán recursos en el mercado de dinero a tales tasas con el objetivo de acumular saldos positivos en sus cuentas corrientes, situación que le permitirá sobregirar sus cuentas sin costo, invirtiendo dichos recursos a tasas de interés más atractivas.

Los límites a los saldos positivos tienen el propósito de impedir que al final del periodo de medición, aquellos bancos que han acumulado saldos negativos a lo largo de dicho periodo puedan compensarlo mediante depósitos de igual monto en el banco central. Lo anterior impide que las variaciones en los saldos de las cuentas corrientes de los bancos produzcan presiones a la alza de las tasas de interés en el último día del periodo de medición o en los días previos al mismo. Mientras que el objeto de los límites a los saldos negativos es el de evitar que los bancos incurran en sobregiros excesivos al inicio del periodo de medición, con el objetivo de presionar las tasas de interés a la baja.

Los saldos positivos y negativos que exceden los límites establecidos por el banco central para cada uno de los bancos, no son tomados en cuenta para el cómputo del saldo acumulado, es decir, no puede ser compensado durante el periodo de medición. Por ejemplo, si un banco tiene como límite para sobregirarse de 250 mp y al final del día el saldo de su cuenta indica que sobrepasó tal límite en 150 mp, es decir, registra un saldo de 400 mp. Los 150

mp en exceso no pueden ser tomados en cuenta para el cálculo de su saldo acumulado debido a que el banco no tiene derecho a incurrir en un sobregiro de 400 mp para llevar su saldo a cero, sino que solo tiene derecho a incurrir en un sobregiro de 250 mp.

### 3.1.2.1 Señales de política monetaria.

Un elemento clave del régimen de SA es que a través de él, Banxico envía señales sobre sus intenciones de política monetaria al sistema financiero.

Esto se logra mediante las subastas diarias que Banxico realiza en el mercado de dinero. Para tal efecto, fija el monto a subastar, de tal forma que la suma de los saldos acumulados de las cuentas corrientes de todas las instituciones de crédito, (saldos acumulados de saldos diarios totales) inicien en una cantidad determinada a la apertura del mercado al siguiente día hábil.

De esta manera, cuando Banxico decide mantener un objetivo de saldos acumulados igual a cero, el banco central envía una señal de que su posición es neutral. Aquí la intención es la satisfacer la totalidad de la demanda de base monetaria a tasas de interés de mercado, por lo tanto, suministra los recursos necesarios a través de sus operaciones de mercado abierto para que ninguna institución de crédito se vea obligada a incurrir en sobregiros ni saldos positivos al final del periodo de medición, en sus cuentas corrientes que le lleva a la banca central.

En el caso de que el instituto central decidiera restringir su postura de política monetaria, el anuncio de su objetivo de saldo acumulado sería negativo, lo que se traduce en la adopción de un “corto”. Lo anterior nos dice que una pequeña porción de la base monetaria será satisfecha por Banco de México a tasas de interés superiores del mercado, por lo que la banca es inducida a incurrir en sobregiros en sus cuentas corrientes en el instituto central, en decir, obligando a una o más instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Al final del periodo los bancos tratarán de no recurrir a la facilidad del sobregiro con el banco central para hacerse de la liquidez faltante y pagar así, tasas de interés más altas a las del mercado. Esto último trae como consecuencia un alza en las tasas de interés de corto plazo ya que los bancos al tratar evitar pagar la elevada tasa de sobregiro, buscan obtener dichos recursos en el mercado de dinero.

Debe destacar que el impacto del “corto” sobre las tasas de interés (principalmente sobre las de corto plazo) está influenciado por la posición de liquidez que Banxico sostenga con respecto a las instituciones bancarias en el mercado de dinero. Cuando éste se encuentra en una posición acreedora o de



liquidez frente al mercado de dinero, le resulta más sencillo inducir aumentos en las tasas de interés debido a que es el suministrador único de liquidez que requieren los bancos comerciales para saldar sus cuentas corrientes en el banco emisor, sin tener que incurrir en sobregiros. Por el contrario, si se encuentra en una posición deudora, es la banca la que tiene el mayor control sobre la determinación del nivel de las tasas de interés, debido a que esta tiene en su poder la liquidez necesaria para contener sus movimientos.

De manera análoga, el anuncio de un objetivo de saldos acumulados positivo o “largo” implica un relajamiento de su postura de política monetaria. En este caso, el instituto emisor proporciona un monto de liquidez mayor al demandado, por lo que ahora tenemos saldos positivos en las cuentas corrientes de la banca en el instituto central, induciendo así a menores tasas de interés de corto plazo.

Cabe recordar que en el caso de México, Banxico no puede inducir disminuciones en las tasas de interés por vías distintas al abatimiento de la inflación.

La mecánica operativa de Banco de México está limitada en el contexto del Programa Monetario que es publicado a principios de cada año. De acuerdo al primer elemento del Programa Monetario para el 2000, Banco de México no creará ni excesos ni faltantes de oferta de base monetaria, ajustando diariamente la oferta de dinero primario con su demanda suministrándola a la tasa de interés prevaleciente en el mercado. Lo anterior corresponde a una política monetaria neutral. Sin embargo y de acuerdo al segundo elemento de dicho programa Banxico se reserva el derecho de desviarse de lo establecido en el primer elemento del programa, dando a la autoridad monetaria la flexibilidad necesaria para reaccionar ante presiones inflacionarias que resulten incongruentes con la meta de inflación.

Por lo tanto, Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para satisfacer la demanda total de liquidez, aún cuando adopte una postura restrictiva, ya que de no hacerlo traería serias consecuencias al sistema de pagos, además de que institucionalmente está obligado a su cumplimiento debido a que representa uno de sus objetivos.

Esto implica que el establecimiento del “corto” no provoca una disminución inmediata de la demanda de la base monetaria (como comúnmente se cree), sino que solamente encarece el suministro de una porción de esta por parte del banco central a través de tasas de interés superiores a la del mercado, que es lo que en realidad propicia su eventual disminución.

No obstante lo anterior, existen ciertas limitaciones sobre la institución de este tipo de régimen. En primer lugar, no se tomó en cuenta que produce

una indeterminación de la demanda de dinero de los bancos antes de que el periodo de cómputo de 28 días del encaje finalice. La razón es que durante dicho periodo, los bancos comerciales no están obligados a pagar costo alguno por mantener sobregiros o sobrantes depositados en sus cuentas corrientes en el banco central, siempre y cuando al final logren mantener sus saldos equilibrados.

La principal consecuencia de tener indeterminada la cantidad de dinero es que entorpece la instrumentación de la política monetaria, debido a que el banco emisor no puede saber si la cantidad de dinero que inyecta o sustrae a la economía tiene efecto alguno sobre las tasas de interés de equilibrio del mercado.

Asimismo ante la presencia de incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés, la posibilidad de cumplir con el encaje (positivo o cero) a lo largo del periodo, incentiva a los bancos comerciales a intentar manipular las tasas de interés de acuerdo a sus propios intereses, lo que a su vez genera inestabilidad sobre la demanda de dinero de los bancos, y por ende una mayor volatilidad de las tasas de interés.

Por tal motivo en lugar de establecer límites a los saldos positivos o a los sobregiros que incurren los bancos en el cálculo del saldo promedio acumulado, con el objeto de disminuir las fluctuaciones de la demanda de dinero de los bancos, puede ser más funcional regresar al esquema pasado en el que los bancos diariamente equilibraban su posición en el Banco de México en lugar de hacerse en promedio.

### **3.2 Selección de instrumentos de política monetaria.**

Hoy en día, es cada vez más frecuente que los bancos centrales lleven a cabo la política monetaria mediante un mayor uso de instrumentos de mercado, mostrando una menor dependencia hacia instrumentos convencionales, tales como los requerimientos de reservas o encaje legal, entendidos estos como la disposición de mantener un determinado porcentaje de los pasivos de los bancos comerciales en la forma de depósitos en el banco central.

La mayor utilización de instrumentos de mercado se debe a las ventajas que representan, como son una mayor transparencia y comunicación con los mercados financieros, Pastor (1999). Sin embargo, para que un banco central pueda utilizar este tipo de instrumentos eficientemente, es imprescindible que los mercados financieros estén suficientemente desarrollados.

Es importante no perder de vista que el manejo monetario de un banco central se centra en compensar las variaciones exógenas que se presenten en el

mercado de dinero y que afectan la base monetaria. Tales alteraciones pueden deberse a variaciones en las reservas internacionales o a través de cambios en el crédito interno.

En cuanto a las variaciones en las reservas internacionales estas pueden deberse a las intervenciones del banco central en el mercado de cambios. Por ejemplo, cada vez que el banco central decide comprar moneda extranjera en el mercado abierto, provoca que la oferta de la base monetaria aumente y viceversa; mientras que los cambios en el crédito interno pueden deberse a los préstamos que el banco central decide otorgar ya sea al gobierno o a las instituciones de crédito.

Por lo tanto, el conveniente manejo de la política monetaria implica la utilización de instrumentos monetarios que le permita al banco central intervenir en el mercado de dinero, ya sea retirando o inyectando liquidez al sistema.

Anteriormente la mayoría de los bancos centrales utilizaban diferentes variables que se encontraban bajo su control como instrumentos de política, influyendo directa o indirectamente, sobre la determinación de las tasas de interés de corto plazo, como son:

1. Intervenciones en el mercado de dinero para mantener un nivel de tasa de interés;
2. Manejo de las condiciones de mercado a través de restricciones cuantitativas.

Sin embargo, y de acuerdo a Trigueros, actualmente pueden ser clasificados en dos grupos:

1. Intervención en el mercado de dinero para mantener un nivel específico de la tasa de "fondeo" o para limitar su fluctuación dentro de una banda.
2. Manejo de las condiciones de dinero a través de restricciones cuantitativas.

Como describimos en el apartado 3.1.2, en México bajo el régimen de SA, el banco central fija un objetivo sobre la cantidad de recursos que proporciona a una tasa de mercado y/o a una tasa de castigo, por lo que no determina la tasa de interés de corto plazo sino solo de forma indirecta, a diferencia de el Sistema de Reserva Federal (Fed) y el Banco de Inglaterra, los cuales operan con instrumentos encaminados a mantener una tasa de interés objetivo alrededor de un punto porcentual.

Una de las ventajas de utilizar un instrumento que afecta las condiciones del mercado de dinero a través de una restricción cuantitativa, es que permite

incorporar a la tasa de interés toda la información relativa a los participantes del mercado, incluyendo al banco central, debido a que en esencia este instrumento funciona como una señal que el propio banco central emite, interactuando al mismo tiempo con los ajustes realizados por los agentes económicos en el mercado.

Sin embargo, este instrumento al ser compatible con distintos niveles de la tasa de interés, provoca que su efecto final sea incierto ya que depende de las condiciones prevalecientes en el mercado debido a que el banco emisor solo determina el monto de los recursos que está dispuesto a otorgar a una determinada tasa de castigo, la cual como recordaremos está determinada por el mercado.

La otra clasificación que se utiliza para definir los instrumentos monetarios es la de diferenciarlos en términos de instrumentos directos e indirectos, en cuanto a como afectan la liquidez del sistema financiero.

Banxico dispone de una amplia variedad de instrumentos para el manejo de la liquidez, los cuales abarcan desde controles directos ya sea sobre la tasa de interés o sobre el nivel de crédito que otorga, hasta mecanismos indirectos como son los requerimientos de reserva o el manejo de las condiciones bajo las cuales se llevan a cabo las operaciones del instituto emisor en el mercado de dinero (específicamente mediante el empleo de operaciones de mercado abierto).

Las autoridades de Banco de México han optado por el uso de los instrumentos indirectos debido a las ventajas que proporcionan, dado que son más efectivos y tienen una mayor flexibilidad de acción, en especial mediante acciones que afectan las condiciones por medio de las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez en el mercado de dinero (Díaz de León).

Estas condiciones dependen de los términos en los que Banxico decide realizar sus operaciones de mercado abierto, como puede ser el tipo de interés, el plazo, el tipo de instrumento, etc. así como de las características de las cuentas corrientes que las propias instituciones de crédito mantienen en el banco central.

Es decir, Banxico debe definir el tipo de instrumento que, dado el mecanismo de transmisión de la política monetaria, le permita influir sobre la variable instrumental elegida, de manera tal que sea congruente con el logro de la meta final.

Independientemente de su clasificación, los principales instrumentos monetarios para el manejo de liquidez son:

**Cuadro 3.4**  
**Instrumentos para el manejo de liquidez.**

1. Operaciones de mercado abierto.
  - a) Operaciones de reporto con valores denominados en moneda nacional. (compra/ venta)
  - b) Compra/ venta definitiva de valores denominados en moneda nacional.
  - c) Facilidades de créditos y depósitos en el banco central.
  - d) Operaciones de compra/ venta definitiva en moneda extranjera.
  - e) Operaciones de Swaps con moneda extranjera.
2. Requerimientos de reservas o encaje legal.
3. Vantanillas para el manejo de liquidez.
  - 4.1) Política de descuento.
4. Transferencia de depósitos del Gobierno entre el banco central y la banca comercial.
5. Otros instrumentos de política monetaria y crediticia.

Fuente: Elaboración propia.

### 3.2.1 Operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto (OMA) constituyen actualmente el principal instrumento de política monetaria utilizado por los bancos centrales modernos para controlar la liquidez del sistema económico, donde Banco de México no es la excepción<sup>15</sup>.

Para una eficiente instrumentación de las OMA es necesario de la existencia de un mercado de dinero desarrollado, porque en caso contrario, se pueden generar distorsiones en el funcionamiento de dicho mercado. Es por esta razón que México aunque estaba autorizado desde 1925 para adquirir y vender aceptaciones bancarias y giros sobre el interior y el exterior en el mercado abierto, no fue sino hasta la década de los años ochenta que empezó a realizar este tipo de operaciones (Ramírez, 2001).

Las OMA se caracterizan por tener lugar bajo iniciativa del banco central, fijando el monto de su intervención en el mercado de dinero, permitiendo de este modo que sea el mercado mismo el que determine libremente las tasas de interés o puede establecer dichas tasas de interés dejando que los participantes sean los que elijan la cantidad. Para el caso mexicano, Banxico establece un objetivo de cantidad, por lo que interviene diariamente en el mercado de dinero por medio de subastas, en las que fija la cantidad dejando al mercado a que determine independientemente las tasas de interés.

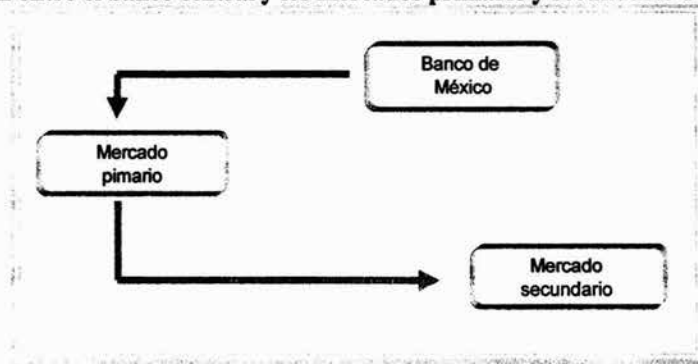
En general, las OMA se pueden realizar en los mercados primarios o secundarios. El mercado primario es aquel en donde se subastan los valores

<sup>15</sup> Las operaciones de mercado abierto están reguladas por el anexo 7 de la Circular 2019 de Banco de México.

gubernamentales a operadores autorizados, es decir, las transacciones realizadas entre el primer emisor (prestatario) y el primer prestamista son transacciones del mercado primario. Una vez que se realizó dicha subasta, éstos pueden venderlos en el mercado secundario al resto de los intermediarios financieros, es decir, el primer prestamista puede vender los activos financieros adquiridos en el mercado primario a otras personas, en lo que se conoce como mercados secundarios. La compra-venta de títulos valores negociables en los mercados secundarios no tiene consecuencias para el emisor del título, es decir, el primer prestatario; sólo se produce una variación en la titularidad (propiedad legal) de los títulos valores.

El diagrama 3.2 describe la relación del banco central con respecto al mercado primario y secundario.

**Diagrama 3.2**  
Relación entre el banco central y los mercados primario y secundario de valores.



Fuente: Elaboración propia con base a la información de Samuelson, 1998.

Este tipo de operaciones se realizan principalmente con valores del gobierno federal, específicamente con certificados de la tesorería (Cetes), para evitar conflictos de intereses al no realizar operaciones de mercado abierto con valores privados, siendo la Tesorería de Banco de México la encargada de realizar las operaciones de compra y venta de valores gubernamentales. La razón por la cual la mayoría de las OMA se realizan con Cetes es que el mercado de estos valores es el más líquido así como el volumen de las transacciones es más grande.

Las compras en el mercado abierto expande la base monetaria, por lo que las tasas de interés descienden, mientras que las ventas de mercado abierto reducen la base monetaria elevando el tipo de interés. Los ingresos obtenidos por las ventas de estos valores quedan congelados en cuentas especiales, las

cueles son liberadas a favor del gobierno en la fecha de vencimiento de los valores.

El cuadro 3.5 nos indica el efecto que las operaciones de mercado abierto en sus distintas modalidades provocan en la base monetaria.

**Cuadro 3.5**  
**Operaciones de mercado abierto.**

<b>Instrumento</b>	<b>Proveer liquidez</b>	<b>Sustraer liquidez</b>
Compra de valores gubernamentales	*	
Venta de valores gubernamentales		*
Reportos de compra	*	
Reportos de venta		*
Créditos	*	
Depósitos		*
Emisión de valores		*

Fuente: Elaboración propia con base a la información de O' Dogherty, 1997.

El mecanismo a través del cual las tasas de interés a corto plazo se ven afectadas se da a través del canal de precios relativos mediante un ajuste de portafolios de los agentes económicos (en especial de inversionistas en el mercado de dinero). Es decir, cuando Banxico realiza OMA afecta directamente sobre el precio de los Cetes y la tasa de interés correspondiente a éstos, dando lugar a cambios en los tipos de interés de corto plazo de otros instrumentos financieros, los cuales pueden ser sustitutos cercanos. Por ejemplo, si Banco de México vende una gran cantidad de Cetes, la tasa de interés de dicho instrumento aumentará a medida que el precio del mismo disminuye. Ahora, las tasas de interés de los Cetes son relativamente superiores a los que ofrecen otros instrumentos financieros a corto plazo, por lo que los agentes económicos se verán atraídos por los rendimientos relativamente más altos, por lo tanto, comprarán Cetes. Tales compras serán financiadas con la venta de una parte de los títulos financieros pertenecientes a los agentes económicos, es decir, se produce un ajuste de sus portafolios de inversión. El resultado final de la venta de tales instrumentos de corto plazo, es que ante la caída de su demanda el precio se ve disminuido y por ende su rendimiento aumenta.

Concluyendo podemos decir que un incremento de las tasas de interés de los Cetes, provoca un aumento de los rendimientos de los instrumentos de crédito de corto plazo los cuales son sustitutos cercanos, en la medida que los agentes económicos realizan ajustes en su portafolio con el objetivo de

incrementar sus ingresos. El mismo razonamiento se sigue cuando Banco de México decide comprar Cetes.

Otra manera en como las OMA afectan a la economía se da a través de la venta o compra de los valores gubernamentales y su efecto sobre las reservas bancarias. Esto es posible gracias a que la banca actúa como intermediario entre el banco central y el público a fin de que la demanda de circulante sea satisfecha. Por esto, si el público incrementa la demanda de billetes y monedas, Banco de México compra títulos en el mercado abierto con el fin de que la banca cuente con la liquidez necesaria en sus cuentas corrientes, pudiendo retirar dicho circulante del banco central y poderlo colocar entre el público.

Las OMA se pueden clasificar en dos tipos, las cuales son:

1. Operaciones dinámicas de mercado abierto. Las cuales están orientadas a cambiar el nivel de las reservas de las instituciones de crédito, así como el nivel de la base monetaria.
2. Operaciones defensivas de mercado abierto. Que tienen la intención de contrarrestar los movimientos exógenos de factores que puedan afectar tanto las reservas bancarias como a la base monetaria.

Paralelamente existen diversas modalidades de realizar operaciones de mercado abierto, las cuales están representadas en el cuadro 3.4 y serán abordadas a continuación:

### **3.2.1.1 Operaciones de reporto denominados en moneda nacional (compra/ venta)**

Las operaciones de reporto<sup>16</sup> se han convertido en uno de los instrumentos monetarios más utilizados por la mayoría de los bancos

<sup>16</sup> La operación de reporto consiste en la recompra, mediante la realización de dos operaciones simultáneas. Un reporto de compra consiste en un acuerdo simultáneo de una compra de valores al contado y su venta a futuro, por ejemplo, Banco de México realiza la compra de títulos de crédito (reportador) mientras que el otro participante realiza la venta (reportado). Al vencimiento, se invierte a operación, ya que ahora Banco de México vende mientras que la otra parte compra. Más aún, Banco de México se compromete a devolver de la misma especie y cantidad, dentro de un plazo previamente especificado dichos títulos, a cambio de recibir el principal de dinero prestado (es decir, mediante su venta), más un premio. Este premio no es más que el interés generado en la operación y es la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra del reporto por parte de Banco de México (Pastor, 2002).

Por otro lado un reporto de venta, consiste en la concertación de una venta de valores y su recompra en el futuro, donde ahora Banco de México interviene como reportado.



centrales, debido a las ventajas que representa, ya que le permite no tener que operar con grandes montos, así como operar a plazos diferentes al de los títulos utilizados, por lo que tienen una ventaja en términos de flexibilidad en el manejo de flujos de caja.

Una típica operación de reporto consiste en la recompra, mediante la realización de dos operaciones simultáneas.

Un reporto de compra consiste en un acuerdo simultáneo de una compra de valores al contado y su venta a futuro, por ejemplo, Banco de México realiza la compra de títulos de crédito (reportador) mientras que el otro participante realiza la venta (reportado). Al vencimiento, se invierte a operación, ya que ahora Banco de México vende mientras que la otra parte compra. Más aún, Banco de México se compromete a devolver de la misma especie y cantidad, dentro de un plazo previamente especificado dichos títulos, a cambio de recibir el principal de dinero prestado (es decir, mediante su venta), más un premio. Este premio no es más que el interés generado en la operación y es la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra del reporte por parte de Banco de México (Pastor, 2002).

Por otro lado un reporto de venta (o también conocido como operación de reporto inverso o reverse repo) consiste en la concertación de una venta de valores y su recompra en el futuro, donde ahora Banco de México interviene como reportado.

Por consiguiente, Banco de México realiza operaciones de reporto (compras en reporto) cuando su objetivo es inyectar liquidez temporalmente al sistema y constituye prácticamente un préstamo a la contraparte mientras que realiza ventas en reporto cuando su intención es retirar liquidez del mercado.

### **3.2.1.2 Compra/ venta definitiva de valores denominados en moneda nacional.**

A diferencia de las operaciones de reporto, un banco central afecta la liquidez del mercado de dinero mediante la compra/ venta definitiva de valores, lo cual implica que el compromiso de llevar a cabo la operación inversa con la contraparte de la operación del reporto es anulado. Al vender estos valores, el banco central retira liquidez del mercado de dinero, lo contrario sucede cuando se realizan operaciones de compra.

A pesar de las ventajas que representan el uso de operaciones de reporto para los bancos centrales, las operaciones de carácter definitivo representan un mecanismo importante para la instrumentación de la política monetaria, sin embargo, esto representa que dichos organismos cuenten con un sistema

financiero bastante desarrollado y profundo. Tal es el caso de los bancos centrales de Bélgica, Estados Unidos, Francia, Italia y Japón.

Schwartz considera que la decisión final que tome el banco central de llevar a cabo operaciones de reporto o de carácter definitivo dependerá del tipo de señal que desee enviar al sistema financiero, así como del impacto que desee obtener sobre las tasas de fondeo.

### **3.2.1.3 Créditos y depósitos en el banco central.**

Este tipo de mecanismo al igual que la compra de reporto y la compra definitiva de valores se realiza en circunstancias en que la autoridad desea proveer liquidez al sistema, haciendo competir a los intermediarios financieros en el acceso a créditos del instituto emisor mientras que los depósitos en el banco central son llevados a cabo con el objetivo de retirar liquidez.

En el primer caso los créditos se otorgan con la exigencia de un colateral o por medio de operaciones de redescuento de valores. Schwartz nos dice que ante una situación de alta liquidez, el banco central puede ofrecer algún rendimiento para que los agentes con excedentes de liquidez decidan depositar en el banco central.

Asimismo, cuando los créditos o depósitos en el banco central se realizan mediante subasta, las operaciones resultan ser muy similares a las operaciones de reporto.

### **3.2.1.4 Operaciones de compra/ venta definitiva de moneda extranjera.**

Al intervenir en el mercado de divisas, los bancos centrales pueden afectar no solo la demanda u oferta de su moneda, sino también pueden aumentar o disminuir sus reservas internacionales y por ende la base monetaria.

Las razones por las cuales un banco central decide intervenir en el mercado de divisas son muy variadas, no obstante, su interés principal es el efecto final que pudiera ocurrir en el mercado de dinero de su moneda local, ya que debe garantizar que la oferta de liquidez concuerde con su demanda.

Cuando decide comprar moneda extranjera inyecta liquidez al sistema en moneda local al sistema y viceversa. Suponiendo que México experimenta una fuerte entrada de capitales, por ejemplo, por concepto de exportaciones a Estados Unidos, lo cual ocasiona un superávit en la Balanza de Pagos.

Los agentes económicos del país querrán cambiar los dólares por pesos, por lo que irán a los bancos a comprar pesos a cambio de sus dólares. Banco de México para evitar una apreciación no deseada de la moneda utilizará la

compra de moneda extranjera y la venta de moneda local, teniendo como resultado final un incremento del circulante para el público en general, así como de las reservas internacionales y de la base monetaria.

### **3.2.1.5 Operaciones con Swaps con moneda extranjera.**

Utilizado este instrumento monetario de manera periódica por Suiza, y ocasionalmente por países como Alemania, Bélgica e Italia, su operación se realiza en el mercado cambiario. Este tipo de instrumento es similar a las operaciones de reporto en valores en moneda nacional, sin embargo, estos últimos se distinguen en que son realizados en el mercado de dinero.

Una operación de Swap puede definirse como un acuerdo contractual donde dos partes (contrapartes) acuerdan hacerse pagos periódicos entre sí. Dado que en este caso nos referimos a la compra o venta de moneda extranjera, haremos alusión a una de las distintas modalidades que puede adquirir este tipo de contrato, los Swaps de divisas.

Un Swap de divisas se puede definir como un acuerdo en que una de las partes hace pagos en una moneda en específico mientras que su contraparte la realiza en una moneda diferente, en futuras fechas acordadas por los mismos hasta llegar al vencimiento pactado.

La finalidad del banco central en cuanto a la utilización de este mecanismo es la de afectar la liquidez del mercado. Cuando decide realizar compras temporales de moneda extranjera inyecta liquidez. Por el contrario, si decide llevar a cabo ventas temporales de divisas retira liquidez.

### **3.2.1.6 Ventajas de las operaciones de mercado abierto.**

Entre las principales ventajas de las OMA se resumen en los siguientes puntos:

- Banco de México tiene un control directo sobre el volumen de las OMA.
- Son flexibles, ya que pueden ser usadas en cualquier grado, no importando que tan pequeña o grande variación se desee obtener en las reservas, ya que mediante este instrumento es posible obtenerla mediante una pequeña o gran compra/ venta de títulos financieros.
- Son reversibles, ya que cuando Banco de México advierte un error, puede dar marcha atrás en el uso de este instrumento.
- Son rápidas y no contienen retrasos administrativos, ya que cuando Banco de México decide cambiar la base monetaria o las reservas bancarias, con

---

sólo la colocación de la orden en una casa de bolsa, la operación se ejecuta rápidamente.

Sin embargo, es necesario considerar que las OMA no son tan eficientes como la teoría nos dice, ya que tienen la desventaja de no permitir regular la liquidez interna de manera eficiente. Lo anterior se debe a los márgenes tan amplios de intermediación financiera con los que actualmente operan los bancos (lo cual paradójicamente viene a contradecir las declaraciones que altos funcionarios realizaban sobre los beneficios esperados por las reformas efectuadas al sistema financiero mexicano), así como a los problemas de selección adversa y riesgo moral asociados a las altas tasas de interés activas.

Asimismo al depender la política monetaria sobre mecanismos de mercado han hecho que Banco de México pierda la capacidad de contar con instrumentos tradicionales de la política bancaria que le permitan contrarrestar alguna situación de crisis de liquidez en algún sector específico del mercado financiero. Por lo tanto, y coincidiendo con Mantey (1999), las OMA solo ofrecen una solución muy general a tal problema, resultando más eficiente y menos costoso en términos de los objetivos que persigue el banco central el uso de instrumentos de regulación del crédito como encaje legal y las operaciones de redescuento.

### **3.2.2 Requerimientos de reserva o encaje legal.**

Los requerimientos de reserva o también llamado encaje legal es un instrumento monetario cuyo propósito es el de inyectar o sustraer liquidez al sistema económico y por lo tanto, afectar el nivel del crédito. Este mecanismo consiste en la exigencia de las autoridades monetarias a que las instituciones de crédito mantengan un determinado porcentaje de su captación en forma de depósitos en el propio instituto, con o sin causas de interés. Esto incluye tanto los depósitos obligatorios en el banco central como la canalización de crédito que los bancos comerciales tienen que cumplir bajo las condiciones establecidas.

Este tipo de mecanismo fue un recurso muy utilizado por la mayoría de los bancos centrales, y en especial por Banco de México, para el control de la liquidez en el mercado de dinero, (en especial, cuando no se contaba con un mercado de valores realmente eficiente) mediante modificaciones en los porcentajes del depósito obligatorio afectando así, el tamaño del multiplicador

bancario y la expansión del crédito que el sistema financiero pudiera alcanzar dados los niveles de base monetaria<sup>17</sup>.

La experiencia de México en la utilización de requerimientos de reserva se remonta a 1924, año en el cual y hasta 1936 se utilizó con el objetivo de proteger los depósitos efectuados por público en general, en las instituciones de crédito. Posteriormente, comenzó a utilizarse como instrumentos de política monetaria controlando el volumen total de crédito de las instituciones bancarias, y como medio de financiamiento al gobierno federal y de sectores cuyo acceso al crédito resultaba difícil y que además eran considerados como prioritarios para el desarrollo económico (Schwartz). Esto ocasionó la escasez de crédito de sectores considerados por las autoridades como no prioritarios.

La escasez del crédito aunado al proceso inflacionario y la caída de las tasas de interés, favorecieron al surgimiento y expansión de mercados informales de crédito, alcanzando su auge a mediados de 1988. Esta situación hizo patente la necesidad de tomar medidas tendientes a liberalizar y profundizar el sistema financiero mexicano, en especial el bancario, de tal manera que le permitiera retomar su posición competitiva en el mercado financiero y al banco central regular las operaciones del sistema frenando así al mercado informal. El primer paso se dio en octubre de 1988, cuando se permite a las instituciones bancarias invertir libremente sus recursos captados a través de aceptaciones y avales bancarios, con el requisito de mantener un coeficiente de liquidez del treinta por ciento, constituido por valores gubernamentales (Cetes, Bondes) y/o depósitos en efectivo en caja y/o depósitos a la vista en Banco de México. A la par, también se dejan de aplicar las normas de crédito selectivo y se liberalizaron las tasas de interés pasivas.

A partir de septiembre de 1991 se suprimió el coeficiente de liquidez obligatorio aplicable a los pasivos bancarios. Dicha medida respondía a la continuación del proceso de desregulación del sistema financiero. Asimismo las autoridades monetarias de Banco de México visualizaban la existencia de un mercado financiero lo suficientemente desarrollado capaz de permitirle utilizar eficazmente las operaciones de mercado abierto en vez de seguir manejando el encaje legal.

Es importante subrayar, que la eliminación del coeficiente de liquidez no significó un cambio en la forma en como Banxico instrumentaba la política monetaria, ya que dicho coeficiente no funcionaba como encaje, por lo tanto no era un instrumento diseñado para afectar las condiciones monetarias. Bajo el coeficiente las instituciones crediticias determinaban libremente el monto

<sup>17</sup> Un incremento en el porcentaje de encaje legal disminuye el multiplicador bancario, por consiguiente la creación total de crédito y la liquidez que el sistema financiero puede generar con un monto determinado de emisión primaria del banco central.

de sus depósitos en el banco central (el cual generalmente estaba constituido por la adquisición de valores gubernamentales), todo en función de sus requerimientos de efectivo y los resultados predecibles de la cámara de compensación. Por lo tanto, la instrumentación de la política monetaria ya recaía en la intervención del banco central en el mercado de dinero mediante las operaciones de mercado abierto.

La principal ventaja de usar los requerimientos de reserva radica en el hecho de que afecta a todos los bancos por igual, teniendo un efecto importante sobre la liquidez del sistema económico; sin embargo, existen numerosas razones por las cuales las autoridades monetarias de diferentes países han optado por su menor utilización. Entre estas razones tenemos los costos que representan a la intermediación financiera. Las medidas adoptadas por los bancos ante la imposición de reservas se reflejan en una disminución de las tasas pasivas y un aumento de las activas, es decir, a través de un aumento en el costo de sus créditos o mediante una disminución en la remuneración de sus depósitos, traspasando de esta forma el costo de mantener saldos ociosos a sus clientes. Otra razón de la menor utilización de reservas es la competencia desleal que las instituciones bancarias sufren con respecto a un sinfín de instituciones financieras no bancarias, las cuales no están sujetas a la constitución de reservas con el banco central.

A pesar que Banxico está facultado para establecer un requerimiento obligatorio de reserva a los bancos comerciales, ha permitido que sean estos los que fijan a su juicio el nivel de reservas que requieran, utilizando la modalidad que le permite promediar durante ciertos periodos de tiempo los saldos de las instituciones bancarias en el instituto emisor, con el objetivo de limitar los movimientos de las tasas de interés de corto plazo. Esta modalidad, en ausencia de los requerimientos de reservas tradicionales ha dado lugar al Régimen de Saldos Acumulados.

### 3.2.3 Ventanillas para el manejo de liquidez.

A diferencia de las operaciones de mercado abierto, este tipo de operaciones ocurre por iniciativa de los bancos comerciales, generalmente al cierre de sus operaciones diarias, constituyendo para un número importante de bancos centrales el complemento a sus propias operaciones de mercado abierto.

Este mecanismo opera a través de “ventanillas”, donde los bancos comerciales pueden acceder a créditos o constituir depósitos remunerados en el banco central, los cuales son generalmente a corto plazo a una tasa de

interés previamente establecida, la cual puede ser superior o inferior a las prevalecientes en el mercado.

Generalmente los bancos deciden hacer uso de este tipo de facilidades de crédito cuando no pueden obtener los recursos suficientes en el mercado interbancario, o cuando su acceso a él es muy costoso.

Algunos bancos centrales han utilizado estas ventanillas de tal manera que pueden limitar el movimiento de las tasas de interés del mercado interbancario (tasa de fondeo). De este modo, la tasa de interés a la que los bancos comerciales acceden al crédito proporcionado por el banco central actúa como “techo” a la tasa de fondeo, mientras que la tasa de interés a la que el banco central remunera los depósitos sirve de “piso” a dicha tasa. Así, se forma un corredor de tasas de interés, dentro de la cual fluctúa la tasa de fondeo<sup>18</sup> limitando de esta forma su volatilidad.

Los bancos que utilizan este tipo de facilidades para acotar el movimiento de las tasas de interés pierden control sobre la oferta de la base monetaria (al sustraer e inyectar liquidez de forma pasiva), por lo que su objetivo instrumental es determinar un nivel de tasa de interés y no los saldos de las cuentas únicas de los bancos.

Debido a que el objetivo instrumental de Banxico es el saldo de las cuentas corrientes de la banca y no las tasas de interés, este debe valerse de sus facilidades para operar con el Régimen de SA y llevar a cabo la instrumentación de su política monetaria.

### 3.2.3.1 Política de descuento.

Cuando los bancos comerciales necesitan incrementar el volumen de sus reservas, pueden pedir créditos a Banco de México; y pueden reducirlas por medio del pago de tales créditos. Cabe recordar que un aumento de las reservas bancarias incrementa la base monetaria y viceversa, de esta forma Banxico puede regular el volumen y el costo de tales recursos mediante la utilización de la tasa de descuento, a través del mecanismo denominado “ventanilla de descuento”.

Ramírez considera que el banco central puede afectar el volumen de prestamos a descuento de dos formas: mediante el efecto que la tasa de

---

<sup>18</sup> Existen numerosas diferencias entre las formas en como los distintos bancos centrales establecen el acceso a las ventanillas. Por ejemplo los bancos centrales de Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Suiza y Suecia establecen corredores de tasas de interés, mientras que los bancos centrales de Francia, Inglaterra, Italia y Japón establecen techos para la tasa de fondeo, y los bancos centrales de EE.UU. y Holanda determinan que el acceso a los créditos se debe proporcionar a tasas de interés por debajo de las del mercado.

descuento (precio de los préstamos) tiene sobre dicho volumen y al modificar las cantidades de préstamos (administración de la ventanilla de descuento).

El primer mecanismo puede ser considerado como directo, ya que si Banco de México decide incrementar su tasa de descuento, el costo de los préstamos que puede proporcionar se incrementa, provocando que los bancos efectúen menos préstamos comerciales de descuento; por el contrario, una tasa de descuento más baja hará que el costo de los préstamos disminuya, por lo que son ahora más atractivos a los bancos y por consiguiente, se incrementa el volumen de préstamos.

Anteriormente este mecanismo en México no funcionó de la manera como se esperaba a consecuencia de un sistema financiero poco desarrollado, si se compara con los resultados obtenidos en países cuyos mercados de dinero y de capitales estaban más desarrollados, por lo que era utilizado como instrumento para regular el volumen y el costo del crédito.

Banxico lo ha utilizado con el fin de realizar una política selectiva a favor de sectores prioritarios y otros apoyos de tipo cualitativo ya sea directamente o por medio de fideicomisos financieros de fomento, como un mecanismo de control selectivo de crédito permitiendo a los bancos comerciales, con cartera en áreas consideradas como prioritarias al desarrollo económico, a descontar documentos a tasas preferenciales en el Banco de México o en los fondos de fomentos existentes.

Asimismo, ha empleado este tipo de instrumentos en momentos de crisis financieras, por lo general cuando se han producido devaluaciones del peso frente al dólar, tal es el caso de la crisis económica y financiera ocurrida en 1994 donde los préstamos o descuentos que Banxico le otorgó a los bancos comerciales se efectuaron a través del Fobaproa. El descuento constituye una forma eficaz de proveer de liquidez al sistema bancario en momentos de crisis, debido a que las reservas se pueden canalizar a los bancos más necesitados. De esta forma, el mecanismo de descuento le permite actuar al banco central como prestamista de última instancia.

A pesar de la ventaja que representa este instrumento al permitirle al banco central actuar de prestamista de última instancia, existen varias circunstancias que han hecho que muchos economistas sugieran su no utilización como instrumento de control monetario. Entre estos tenemos la confusión que el banco central genera con relación a sus intenciones de política monetaria mediante modificaciones en la tasa de descuento.

Por otro lado, posee varias desventajas con respecto a las operaciones de mercado abierto, ya que estas últimas están a juicio del banco central, en tanto que el volumen de los préstamos de descuento no lo están, ya que dependen de los bancos comerciales. A pesar que el banco central puede determinar la tasa



de descuento, esto no garantiza que los bancos decidan pedir prestado. Además, las operaciones de mercado abierto son reversibles ante cualquier error que las autoridades detecten en la instrumentación de la política monetaria a diferencia de las operaciones de descuento.

#### **3.2.4 Transferencias de depósitos del Gobierno entre el banco central y la banca comercial.**

Este tipo de instrumento funciona únicamente en aquellos casos en el que existe una perfecta coordinación entre el gobierno y el banco central<sup>19</sup>, situación difícil de lograr si tomamos en cuenta el conflicto de intereses que puede surgir entre ambos debido a que no es un objetivo prioritario para el gobierno el abatimiento de la inflación.

Bajo este mecanismo el banco central tiene la posibilidad de decidir la localización de los depósitos del gobierno entre su cuenta en el banco central o en bancos comerciales, realizando transferencias entre ambas cuentas.

Así, cuando el banco central requiere incrementar la liquidez del sistema, transferirá los depósitos del gobierno a la banca comercial y viceversa, cuando busca restarle liquidez al sistema se transfieren los depósitos de los bancos comerciales al gobierno.

#### **3.2.5 Otros instrumentos de política monetaria y crediticia.**

El escaso desarrollo del sistema financiero mexicano que caracterizó a México hasta mediados de la década de los ochenta obligó al banco central a emplear instrumentos tradicionales que procuraran la máxima estabilidad de precios de tal forma que fuera compatible con los programas y las políticas de desarrollo del país.

La instrumentación de la política monetaria durante los últimos 65 años se basó principalmente en la utilización de depósitos obligatorios de los bancos los cuales dieron lugar a los cajones de canalización selectiva de crédito<sup>20</sup> y a la creación de fondos de fomento económico, los cuales constituyeron fuentes de recursos canalizados a actividades prioritarias

<sup>19</sup> Los bancos centrales de Canadá y Suiza han utilizado este tipo de mecanismo.

<sup>20</sup> La canalización selectiva de crédito es un instrumento monetario que le permite al banco central el control sobre ciertos tipos de préstamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo a sus propios objetivos. Mediante este tipo de instrumento Banco de México logró orientar el financiamiento de crédito hacia aquellas actividades consideradas como prioritarias (Ortiz, 1994).

---

(agricultura, ganadería, pequeña y mediana industria y vivienda de interés social).

Igualmente fueron creados instrumentos monetarios de control administrativo como topes a las tasas activas y pasivas de interés y estrictos controles sobre el crecimiento de crédito y de pasivos.

A raíz de las reformas estructurales tendientes a profundizar la liberalización y la profundización del sistema financiero mexicano llevadas a cabo a partir de 1989, Banco de México abandona el uso de instrumentos directos para el control de la política monetaria, dando lugar a la utilización de instrumentos de mercado (operaciones de mercado abierto principalmente) y adoptando para 1994 el Régimen de Saldos Acumulados cuya finalidad es la de enviar señales sobre su postura de política monetaria a los participantes de los mercados financieros sin determinar niveles de tipo de interés o de tipo de cambio.

### **3.3 Evolución del esquema de metas u objetivos explícitos de inflación (IT) como instrumento de política monetaria en México.**

Desde principios de la década de los noventa ha ido en aumento la inconformidad por parte de las autoridades de distintos bancos centrales<sup>21</sup> sobre la utilización de los agregados monetarios como objetivos intermedios, por lo que se ha arribado a la cada vez mayor utilización de metas numéricas de inflación como guías de política monetaria para periodos de tiempo determinados, quedando a su libre consideración la estrategia de política monetaria más adecuada para la consecución de la meta inflacionaria establecida.

México no es la excepción, por lo que actualmente atraviesa por un proceso por el cual se está transitando lentamente hacia este nuevo esquema de política monetaria, el cual establece que la tasa de inflación señalada por el banco central, no solo es su objetivo sino también su obligación directa.

El establecimiento de metas tiene por objeto el auxiliar a los bancos centrales en el logro y mantenimiento de los precios a través de la determinación de un objetivo explícito basado en una trayectoria de tiempo específica para una particular medida de inflación, la cual puede ser expresada como un valor único o como rango, y bajo la hipótesis de que la política monetaria no tiene efectos reales persistentes, sino que solamente ejerce una influencia sobre el nivel de precios a largo plazo.

---

<sup>21</sup> Tales como Nueva Zelanda, Canadá, el Reino Unido, Suecia, Finlandia, Australia y España.

Para la adopción del régimen de metas de inflación, es preciso que el banco central contemple los rezagos que los efectos de la política monetaria tienen sobre el nivel de inflación<sup>22</sup>. Para tal efecto es preciso que se pronostique la inflación y se ajuste la política a seguir, si los datos proyectados se desvían de la meta señalada. Por tal motivo, este tipo estrategia involucra la utilización de una amplia gama de indicadores así como un mayor uso discrecional de ciertos instrumentos de política monetaria, pues el objetivo fundamental de esta estrategia es cumplir con el objetivo propuesto si no se quiere perder credibilidad y confianza.

El régimen de IT es una estrategia de política monetaria que comprende las siguientes características:

1. Anuncio público de la adopción de metas explícitas y cuantitativas (bajas) de mediano plazo para la inflación, establecidas en común acuerdo con autoridades hacendarias,
2. Régimen de tipo de cambio flexible,
3. Contar con un modelo confiable de pronóstico de inflación como objetivo intermedio e indicador variable.
4. Existencia de un banco central autónomo, así como el compromiso institucional de estabilidad de precios como meta principal de la política monetaria, a la cual se le subordinan otras metas.
5. Estrategia de información en la cual diversas variables, y no sólo los agregados monetarios o el tipo de cambio, se utilizan para decidir la determinación de los instrumentos de política;
6. Transparencia en la estrategia de política monetaria a través de una mayor comunicación con el público y los mercados sobre los planes, objetivos y decisiones de las autoridades monetarias,
7. Mecanismo de rendición de cuentas,
8. Otorgar un sitio prioritario a la estabilidad dentro de los distintos objetivos de política económica (en especial en materia cambiaria y fiscal).

Entre las principales ventajas de contar con una estrategia de mediano plazo como el IT, tenemos:

- Provee un ancla nominal para la política monetaria y las expectativas de inflación. Con su uso se pretende garantizar el logro del objetivo a largo

<sup>22</sup> Específicamente, las acciones de política monetaria afectan la producción y el empleo con rezagos de hasta 18 meses o más. (Kahn, 1999)

plazo sin perder la flexibilidad necesaria como para responder ante posibles perturbaciones en el corto plazo.

- Permite a la política monetaria centrarse en cuestiones domésticas y a responder a los choques sobre la economía;
- A diferencia del uso de objetivos intermedios, en especial de un determinado agregado monetario, este esquema tiene la ventaja de que no se necesita una relación estable entre el dinero y la inflación para su éxito, debido a que esta basada en la obtención de información.
- Tienen la facultad de reducir los incentivos para que el banco central realice acciones que resulten en sorpresas inflacionarias (inconsistencia temporal), es decir, considera el papel que juegan los rezagos de tiempo de la política monetaria.
- Aumenta la transparencia del procedimiento de política y la responsabilidad de las autoridades monetarias, por tanto, son fácilmente entendidas por el público al transmitirles un objetivo preciso y comprensible de la política monetaria.
- Acrecienta la credibilidad del banco central, gracias a la presencia de la transparencia y responsabilidad que implica el uso de esta estrategia de política monetaria.

Cabe destacar que Mishkin señala que “convenientemente” los objetivos de inflación tienen el atributo de centrar la discusión política sobre lo que el banco central puede hacer en el largo plazo (control de la inflación), más que sobre lo que no puede hacer (aumentar el crecimiento del producto, disminuir el desempleo, incrementar la competitividad externa) con la política monetaria.

Al respecto es posible afirmar que de esta forma se exenta de toda responsabilidad a las autoridades del banco central sobre cualquier tipo de acción encaminada a corregir cualquier variable macroeconómica que no esté íntimamente relacionada con el nivel de precios.

Además como ya expusimos anteriormente, las autoridades monetarias justifican que el uso de las metas de inflación les permite mejorar la transparencia de la política monetaria y la responsabilidad de los formuladores de la misma, lo cual viene a incrementar la credibilidad del banco central, es decir, mejora la comprensión del público hacia la política monetaria.

La credibilidad es importante para todo banco central puesto que se sustenta de las expectativas de los agentes económicos sobre la inflación futura. Sin embargo, esto exige requisitos mucho más estrictos en términos de calidad, cantidad y transparencia de información, así como de la

implementación de una estrategia de comunicación que permita a los agentes económicos contar con un adecuado seguimiento de las políticas aplicadas.

Entre las principales desventajas sobre el régimen de IT encontramos que estos son considerados demasiados rígidos, por lo que tienden a disminuir el crecimiento económico. Por otro lado, diversos críticos consideran que la inflación es una variable económica difícil de controlar, por lo que el banco central tiene incentivos para asumir poca responsabilidad. A lo anterior se suma el hecho del rezago que existen entre la aplicación de los instrumentos de política monetaria con respecto a los efectos finales sobre la inflación.

Asimismo, las metas de inflación pueden constituirse en incentivos para que las autoridades monetarias a toda costa traten de alcanzarlo, no importando las consecuencias que esto pudiera traer a corto plazo sobre la producción y el empleo. Es decir, este tipo de estrategia pone demasiado énfasis en los objetivos de inflación de largo plazo, por lo que ponen en segundo término la propuesta de objetivos a corto plazo.

Es importante no perder de vista que uno de las características de este tipo de marco conceptual es la presencia de un sistema cambiario de libre flotación, por lo que las fluctuaciones en el tipo de cambio son ineludibles y más en economías como la nuestra, la cual necesita contar con un acervo importante de moneda extranjera. Esto nos lleva a determinar que aquellos países emergentes que hayan optado por este tipo de estrategia no podrán ignorar el tipo de cambio en la conducción de la política monetaria, pero el papel que se le atribuye a éste deberá subordinarse claramente al objetivo de inflación.

Al mismo tiempo para que el esquema de objetivos de inflación pueda ser considerado exitoso, es preciso que además de favorecer la independencia del banco central, se cuente con una posición fiscal fuerte y un sistema financiero sano, ya que de no ser así el régimen de objetivos de inflación se viene abajo. Lo anterior, dadas las condiciones económicas actuales del país, viene a fomentar políticas de ajuste fiscal, así como de desintermediación financiera, lo cual será analizado en el siguiente capítulo.

La aplicación del esquema IT puede representar grandes ventajas para determinados países, tal es el caso de Inglaterra, Nueva Zelanda y Suecia, sin embargo, puede no ser apropiada para otros. De acuerdo con Kahn (1999), tres son las razones por la que no todos los bancos centrales se pronuncian a su favor:

1. Cierta número de bancos centrales han manejado con efectividad su política monetaria, sin incurrir al uso de metas de inflación. Un ejemplo es el desempeño que ha venido realizando la Fed en los últimos años, el cual

---

ha logrado mantener bajas tasas de inflación a la par que ha promovido el crecimiento económico, sin tener que recurrir a este tipo de estrategia.

2. Algunos gobiernos instruyen a sus bancos centrales para el logro de objetivos múltiples. Nuevamente el mejor ejemplo es la Fed, el cual tiene por mandato del Congreso “promover eficientemente los objetivos de máximo empleo, precios estables y tasas de interés a largo plazo moderadas”.
3. La falta de apoyo del gobierno federal para con el banco central para el establecimiento de este tipo de estrategia.

La introducción del esquema de IT, no implica que la forma de instrumentación de la política monetaria tenga que ser modificada, sin embargo, la credibilidad en el logro de sus metas dependerá de las acciones que tome el banco central para alcanzar tal objetivo.

### 3.4 Conclusiones.

La banca central moderna fundamenta sus acciones de política monetaria en base a la evidencia que existe sobre la inflación y sus efectos negativos sobre el crecimiento económico, la eficiente asignación de recursos, la estabilidad y equidad social. Así piensa Banco de México, por lo que ello explica y justifica el porque del uso de una política monetaria restrictiva.

La efectividad de los bancos centrales para abatir la inflación depende de la capacidad de impacto que tengan sus acciones sobre los mercados financieros, es así como se produce el primer eslabón del mecanismo de transmisión de la política monetaria, donde tales acciones son conducidas a través de la utilización de los distintos instrumentos monetarios que están al alcance de instituto emisor.

Actualmente Banco de México ha ingresado a una etapa donde la conducción de la política monetaria se lleva a cabo afectando las condiciones bajo las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez del mercado de dinero. Tales condiciones dependen principalmente de las características que rigen el manejo de las cuentas corrientes o únicas que mantienen los bancos comerciales en el instituto emisor, y que hoy en día se realizan a través del régimen de SA, en especial mediante la utilización del corto, y de los términos en los que el banco central realiza sus OMA como puede ser los plazos o la tasa de interés. Asimismo, Banco de México instrumenta su política a través del envío de señales a los mercados financieros (que se producen al modificar su participación en el mercado de dinero), puesto que no interfiere

directamente sobre la determinación de las tasas de interés, aunque existe evidencia que prueba lo contrario.

Por otro lado, México también se encuentra en una transición hacia la determinación de una estrategia de metas explícitas de inflación, la cual ha dejado de lado el uso de objetivos intermedios, debido a que su evolución no ha resultado totalmente satisfactoria. En otras palabras, se ha dejado de lado el uso de un agregado monetario por una meta cuantitativa de inflación, la cual para subsistir, requiere de un énfasis especial sobre la completa autonomía del instituto central, así como del compromiso institucional para hacer que la estabilidad de precios sea la meta fundamental del banco central aún por encima de otras.

Cabe destacar que la adopción del esquema de objetivos de inflación trae consigo un cambio importante en la forma de instrumentación de la política monetaria, debido a que la meta inflacionaria pasa a convertirse en la nueva ancla nominal de la economía.

# Capítulo 4

Decisiones de política  
monetaria adoptadas en el  
período 1993-2000



En los capítulos anteriores se analizaron las características principales de la forma mediante la cual Banco de México ha decidido llevar a cabo la instrumentación de la política monetaria, es decir, hemos visto como está conformada la estructura actual del régimen monetario conducido por el instituto emisor, el cual está en función del cumplimiento de su objetivo prioritario que es la estabilidad de precios, así como los instrumentos monetarios que están a su alcance para garantizar tal meta.

Es en torno a la inflación en donde nos hemos enfrentado a una gran controversia teórica con relación a su origen, costo e incluso al tipo de políticas económicas a seguir para controlarla. Para el caso mexicano, es a partir de la crisis económica de 1982 donde se hace especial énfasis a la disminución de la inflación, siendo el objetivo su reducción a un dígito así como su nivelación con respecto a la tasa de inflación internacional. Para alcanzar tal meta, se instrumentó una política económica de corte ortodoxo, la cual estuvo vigente hasta 1987, año tras el cual fracasa, por lo que se decide implementar un programa del mismo corte pero con algunos elementos nuevos (conocidos como heterodoxos), los cuales siguen en uso hasta el momento.

Banco de México por su parte ha manifestado abiertamente que la única contribución sólida que puede hacer al sistema económico es garantizando la estabilidad del peso, sin embargo dicha "contribución" se realiza a costa del crecimiento económico, demostrando a la opinión pública que el actual modelo neoliberal mexicano no tiene una visión de crecimiento a largo plazo de la economía.

Por tal motivo, el presente capítulo tiene como finalidad analizar los aspectos empíricos de la política monetaria que caracterizaron el periodo de estudio de este trabajo. Asimismo se pretende demostrar que la actual política monetaria a pesar de que ha resultado exitosa en torno a sus propios objetivos neoliberales, no ha contemplado los verdaderos costos que surgen al privilegiar la estabilidad monetaria, en detrimento principalmente de la esfera productiva mexicana.

El desarrollo del cuarto capítulo se conformará inicialmente por un análisis de los antecedentes generales del periodo 1994-2000, es decir, abordará de una manera breve el periodo comprendido entre diciembre de 1987 - diciembre 1993, enfocándose principalmente al establecimiento de la política económica de estabilización económica, así como los resultados obtenidos en las principales variables macroeconómicas. El siguiente punto abordará las causas y consecuencias de la crisis económica de 1994, así como

las políticas de emergencia adoptadas por el gobierno federal, para dar paso a un análisis de cómo la política monetaria, para hacer frente a la crisis financiera da un viraje completo en cuanto a su forma de orquestación y las consecuencias que tal medida a traído a la economía. Posteriormente se realizará un análisis detallado de las principales medidas de política monetaria adoptadas por el Instituto emisor para dar cabida al planteamiento de una estrategia de política monetaria alternativa la cual pueda subsanar sus deficiencias.

#### 4.1 Antecedentes generales.

A raíz de la crisis de la deuda en México de 1982, en especial a partir de 1983, se optó por la puesta en marcha de una serie de políticas de ajuste económico y de estabilización de corte ortodoxo o neoliberal<sup>1</sup>, a través del "Programa de Reordenación Económica (PIRE)"<sup>2</sup>, y el cual estaba orientado a reducir la demanda agregada, siendo el objetivo de corto plazo el restablecimiento de la estabilidad de los precios. Bajo este contexto, conseguir el equilibrio en las finanzas públicas y en el sector externo se convierte en el requisito indispensable para el éxito de la estabilización, para lo cual el gobierno se centra en la implementación de tres grandes paquetes de políticas antiinflacionarias:

1. *Reducción y eliminación del déficit fiscal*, mediante la reducción de su gasto e incremento de los ingresos fiscales vía aumento de los precios y tarifas del sector. Asimismo se procedió a la venta o liquidación de empresas paraestatales consideradas como deficitarias o poco rentables.
2. *Contracción de la demanda interna*, la cual se llevo a cabo por medio de los elementos anteriores, así como del deterioro salarial y restricción del crédito.
3. *Ajuste externo* mediante una reducción de presiones de la balanza de pagos, a través de los elementos anteriores así como de una política cambiaria devaluatoria; el alza de las tasas internas de interés y un proceso de apertura y liberalización comercial al exterior, fomentando especialmente las exportaciones a través de una política de apertura de importación de insumos y equipos.

<sup>1</sup> Los programas ortodoxos se sustentan fundamentalmente en la teoría neoclásica, la cual se basa en el uso de políticas de demanda agregada, por lo que le otorga una menor importancia a los aspectos estructurales de la inflación.

<sup>2</sup> Tal programa estaba constituido en su mayoría por recomendaciones de el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial

Por otro lado, el programa ortodoxo implementado en México durante el periodo 1982 - 1988 establece que el alto nivel de la inflación se debe a un exceso de demanda, siendo esta considerada solo como un fenómeno monetario causado por una expansión excesiva del crédito interno, por lo cual debe ser regulada la expansión de la oferta monetaria a través de una política monetaria contraccionista. Lo anterior nos marca la estrecha relación que existe con los principios monetaristas de la teoría cuantitativa del dinero.

Sin embargo, los resultados agregados estuvieron lejos de haber logrado el saneamiento de la economía, ya que a pesar de que en este periodo fue posible eliminar el desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos así como el déficit operacional de las finanzas públicas, fue a costa de un crecimiento económico casi nulo, de una permanente inestabilidad de precios, así como de una creciente vulnerabilidad externa, dado que los equilibrios macroeconómicos alcanzados estaban supeditados a una creciente dependencia del ahorro externo.

Tal vulnerabilidad es resultado de los principios teóricos e instrumentos del programa neoliberal, sobre todo de la apertura comercial unilateral y repentina de la economía, de una política antiinflacionaria la cual permitió el eventual abandono de políticas de fomento a la esfera productiva, y finalmente de las medidas contractivas que solo ocasionaron que se agravaran los desequilibrios internos.

#### **4.2 Política de estabilización en México: diciembre de 1987 - 1994.**

Ante el eminente fracaso del programa ortodoxo, se pasa hacia un nuevo proyecto de estabilización económica, el cual se sustenta en el compromiso adquirido anteriormente de alcanzar una estabilidad de precios mediante el equilibrio de las finanzas públicas y la apertura comercial, conservándose por tanto las medidas monetarias y crediticias orientadas a la reducción de la demanda agregada, incorporando a esta como aspecto novedoso una política de ingresos, la cual nos representa el aspecto heterodoxo de la nueva política económica a seguir<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Los programas no ortodoxos o heterodoxos se basan en los principios neoclásicos de la demanda agregada, con la diferencia de que le dan una nueva interpretación a los procesos inflacionarios, pues consideran que estos no solo son resultado de las condiciones de mercado (exceso de oferta o demanda agregada), sino que depende también de la estructura y de sus características institucionales (Clavijo, 2000).

La inflación, se considera que tiene un efecto inercial, el cual puede ser causado tanto por desajustes en la política como por desequilibrios en el sector real. (Aspe, 1993)

La política de ingresos se sustenta en el compromiso económico convocado por el gobierno entre los principales grupos económicos (empresarios, obreros y campesinos) a distribuirse los costos del programa a cambio de ingresos previsibles. Tal política estaba sustentada en la instrumentación del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) suscrito el 15 de diciembre de 1987, teniendo como objetivos prioritarios:

- Mantenimiento del compromiso de corregir permanentemente las finanzas públicas,
- Aplicación de una política monetaria restrictiva,
- Corrección de la inercia salarial,
- Definición de acuerdos sobre precios en sectores líderes,
- Apertura comercial,
- Control de la inflación y la negociación de precios líderes en lugar de la congelación total de precios, y
- Adopción de medidas basadas en controles de precios negociados.

En resumen, el modelo empleado durante el periodo 1988-1994 planteaba como objetivo prioritario la estabilidad de precios, por lo que la estrategia que se siguió a partir de diciembre de 1987 mantuvo los elementos de los dos primeros paquetes de políticas estabilizadoras de la economía anteriormente utilizados, pero el tercer paquete se vio modificado al considerar como uno de los elementos principales para alcanzar esta meta al “anclaje” del tipo de cambio, es decir, la política de estabilización se sustentó en la utilización de una política cambiaria nominal como instrumento antiinflacionario (donde los precios clave y los salarios quedaban anclados a la evolución del tipo de cambio) y en el establecimiento de una política salarial basada en las expectativas inflacionarias, todo esto apoyado en una política de aceleración de la liberalización comercial caracterizada por la disminución de permisos de importación y tarifas, así como la desindexación de los precios de los bienes y servicios del sector público, agrícola y los salarios.

Lo anterior trajo como principal consecuencia que se dejara en un segundo plano el equilibrio en la balanza de pagos, en especial de la cuenta corriente, por lo que esta pasó a depender progresivamente del ahorro externo para alcanzar su propio equilibrio.

La estabilidad monetaria y cambiaria fue considerada como la condición necesaria para la disminución de la inflación, así como para alcanzar el equilibrio en las finanzas públicas. Esto fue posible gracias a que la reforma monetaria se basó en una paridad peso - dólar nominal fija, de tal forma que

esta se usó como ancla nominal para la reducción el nivel de inflación, dando paso a una mayor estabilidad del peso, quedando el crecimiento económico relegado de modo que tal, que comienza a depender indirectamente del crecimiento de la base monetaria, ya que dadas las características del régimen del tipo de cambio vigente, la política monetaria era interdependiente de la política cambiaria y endógena al modelo macroeconómico.

Después de la devaluación del peso en 1987 en un 30%, la paridad de marzo a diciembre de 1988 se mantuvo fija. Posteriormente se estableció un deslizamiento ligero y gradual del tipo de cambio con respecto al dólar equivalente a 0.10 centavos diarios (hasta mayo de 1990), el cual fue paulatinamente reducido a 0.08 y 0.04 centavos durante 1989 y 1991. Para el 11 de noviembre de 1991 se eliminó el tipo de cambio controlado vigente desde 1982, estableciéndose un mercado único con una banda de flotación cuyo piso se mantenía constante en 3.0512 pesos por dólar y el límite superior o techo se deslizaba acorde a una trayectoria preestablecida, la cual estaba en función de la cotización máxima de venta del tipo de cambio bancario al menudeo, manteniéndose vigente hasta diciembre de 1994<sup>4</sup>.

Por su parte la apertura comercial ha conseguido cumplir con los objetivos de ajuste estructural<sup>5</sup> y de estabilización de precios. Esto último es debido a que en combinación con un tipo de cambio cuasifijo, es posible controlar y regular los precios internos con respecto a los precios internacionales por la competencia abierta, al mismo tiempo que el acceso de insumos y equipos extranjeros es más barato permitiendo una disminución de sus precios.

Para poder financiar las políticas de ajuste del pacto<sup>6</sup> era necesario contar con una gran cantidad de inversión de capital, por lo tanto se comenzó un proceso de alza de las tasas de interés, de venta de empresas y activos públicos, así como de la renegociación de la deuda externa asegurando así la entrada de capitales, con el consecuente aumento de las reservas internacionales.

Otro mecanismo que les permitió a las autoridades mexicanas la libre entrada de capital, además de una política monetaria de altas tasas de interés y

<sup>4</sup> El tamaño inicial de la banda fue de 1.15%. Del 11 de noviembre de 1991 a octubre de 1992 el techo de la banda se deslizó 0.02 centavos, aumentando a partir de entonces a 0.04 centavos diarios, con lo que la banda alcanzó un tamaño máximo de 13.9% en diciembre de 1994.

<sup>5</sup> La teoría neoliberal considera que la apertura comercial reasigna los recursos en función de las ventajas comparativas y por lo tanto, aumenta la eficiencia del aparato productivo dado que el productor nacional al enfrentarse a la competencia interna y externa debe incrementar su competitividad, mediante la reconversión tecnológica de su planta productiva.

<sup>6</sup> En especial para poder mantener la política cambiaria.

por ende de altos rendimientos en valores, fue el proceso de liberalización financiera, principalmente en el ámbito de la cuenta de capital, ya que con las nuevas reformas al sistema financiero fue posible que los no residentes del país pudieran invertir en valores mexicanos, asimismo se les permitió a los bancos comerciales mexicanos contratar deuda interbancaria con bancos comerciales extranjeros. Resumiendo, la “importación de capitales” fue incentivada gracias a:

- Una política monetaria de elevadas tasas de interés. Donde la tasa de interés doméstica ( $i_D$ ) respecto a la internacional ( $i_I$ ) descontando la expectativa de riesgo cambiario ( $e$ )<sup>\*</sup> es mayor:

$$i_D > i_I + e$$

Asimismo la política monetaria se caracterizó por ser altamente restrictiva, así como en una renovación del sistema financiero, el cual comienza a gestarse en 1988. Las medidas emprendidas estaban dirigidas por un lado a la desregulación operativa del sistema financiero (en especial del sistema bancario)<sup>7</sup>, así como a la adecuación del marco legal al nuevo sistema, es decir, se busco avanzar en el desarrollo institucional del sistema financiero.

- Política de liberalización financiera de las cuentas externas de capital.
- Política fiscal antiinflacionaria, encaminada a equilibrar las finanzas públicas vía reducción del gasto, en especial del gasto corriente través de la venta de empresas públicas deficitarias o poco estratégicas, reducción de los niveles de subsidios y transferencias, así como del personal al servicio del Estado.

Por el lado de los ingresos, se busco incrementarlos a través de programas que buscaban llevar a cabo una reforma integral del régimen fiscal. Este comprendió la ampliación de la base gravable a través de la corrección de la erosión inflacionaria y el control y combate a la evasión y elusión fiscal; simplificación de disposiciones fiscales, incrementos en los precios y tarifas del sector público.

El comportamiento de la economía de acuerdo con el desarrollo de variables claves señala que el crecimiento del PIB se caracterizó por la

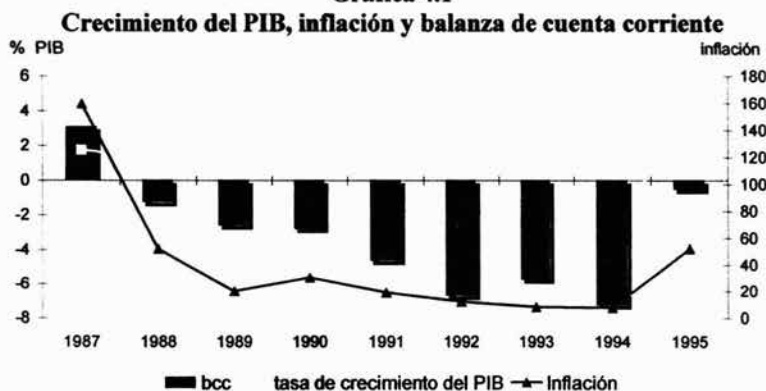
<sup>7</sup> Entre las reformas emprendidas, podemos mencionar: la liberalización de las tasas de interés bancarias, eliminación de los cajones de crédito y del encaje legal, apoyo al mercado de valores, apertura gradual del sector, desincorporación de la banca y la supervisión y fomento de los intermediarios financieros no bancarios.

presencia de dos subperiodos: entre 1988-1990 se presentó una aceleración, seguido de una caída de este para el periodo 1991-1993, arribando a un aumento en 1994 del 4.46% y su posterior caída en 1995 del -6.22%. (Ver cuadro 1)

La utilización del tipo de cambio como un ancla antiinflacionaria, así como su continua apreciación, le permitió al gobierno reducir sustancialmente la inflación, ya que de una inflación anual para 1987 de 159.1% pasó a 7.05% en 1994. Sin embargo, el grado de apertura comercial y la continua desustitución de importaciones provocaron que la apreciación cambiaria acelerara la demanda de importaciones, por lo que se generó un fuerte desequilibrio externo, ya que se pierde el superávit alcanzado en la balanza de cuenta corriente (bcc) que en 1987 era del 3%, llegando a un déficit de cuenta corriente acumulado de 24 mmd (-6.7% del PIB) para 1992.

El ensanchamiento del déficit externo no generó ninguna preocupación entre los responsables de la política económica ni en la comunidad financiera internacional<sup>8</sup>, por lo que pudo ser financiado sin ningún problema por capital externo, en especial por capital financiero de corto plazo y por deuda líquida denominada en dólares (Tesobonos<sup>9</sup>), los cuales se vieron favorecidos por la apertura financiera hasta 1993, gracias a las expectativas generadas por el TLC y al éxito de las privatizaciones. Lo anterior se puede observar en la gráfica 4.1.

Gráfica 4.1



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

<sup>8</sup> Debido a que tal brecha era considerada como consecuencia del ajuste de las políticas de estabilización y del cambio estructural. Además se consideraba que tal desequilibrio provenía de las actividades del sector privado ya que las finanzas públicas estaban en equilibrio aún sin tener que contar los ingresos obtenidos de las privatizaciones (Clavijo).

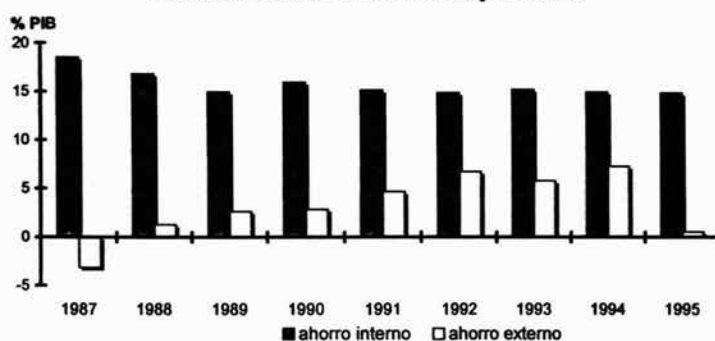
<sup>9</sup> Los Tesobonos son títulos de deuda pública interna nominada en dólares (Cetes), con los que el gobierno mexicano pudo eliminar el riesgo cambiario.

En el marco mexicano de este modelo, la liberalización financiera funge un papel importante, donde una de las principales consecuencias que se generan es el deterioro del ahorro interno, el cual pasó del 18.54% en 1987 al 14.92% en 1994. (Ver cuadro 3).

Además si tomamos en cuenta que la fuerte afluencia de capitales extranjeros al país, aunada a una caída de la inversión pública que originaron la destrucción de la planta productiva industrial así como su capacidad competitiva<sup>10</sup>, tenemos que la brecha entre ahorro e inversión se amplió, por lo que el ahorro externo vino a sustituir al ahorro interno, en vez de asumir su papel complementario<sup>11</sup>. Bajo estas condiciones el desequilibrio externo se tornó cada vez más dependiente de la afluencia de capital extranjero, dado que le permitía disminuir la brecha existente entre ahorro e inversión. De esta manera la inversión pasó a depender de manera importante del ahorro externo.

Del mismo modo, estos flujos de capital generaron una apreciación de activos e indujeron un incremento del consumo (vía efecto riqueza), lo cual incrementó el desequilibrio comercial. La evolución del ahorro tanto interno como externo durante el periodo 1987-1995 se muestra en la gráfica 4.2.

**Gráfica 4.2**  
**Evolución del ahorro interno y externo**



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

Es importante destacar que el desequilibrio externo, en específico en la bcc, estaba contenido y aceptado dentro de la lógica del modelo de estabilización, es decir, tal déficit al ser admitido se encontró financiado con la "importación" de capitales o ahorro externo. Esto se hace evidente en 1992,

<sup>10</sup> Lo cual va en contra de las bases materiales endógena que dan sustento a todo crecimiento económico.

<sup>11</sup> El ahorro externo para 1994 alcanza el 7.3% con respecto al PIB (33% con respecto al ahorro total), a diferencia de 1987 el cual solo representa el -3.07%.



año tras el cual la inflación se encuentra bajo control (12%), mientras que ya se contaba con un déficit en la bcc del 6.7% con respecto del PIB y una sobrevaluación cambiaria.

Las autoridades monetarias pudieron haber cambiado la prioridad macroeconómica de estabilidad de la inflación hacia el equilibrio externo. Esto se pudo lograr mediante la utilización del tipo de cambio como un instrumento y no como un objetivo, aceptando con ello niveles controlados de inflación, pero con crecimiento y equilibrio externo, sin embargo, se decide continuar con la misma política antiinflacionaria dado que las autoridades estaban convencidas de que el componente inercial de la inflación aún era importante, por lo que acepta el déficit externo, el cual se amplía considerablemente para 1994 en la bcc. Lo anterior asociado al proceso de sobrevaluación de precios y costos, a la par de su financiamiento con ahorro externo<sup>12</sup>, llegó al punto en que se hizo insostenible, desembocando por ende en la crisis de 1994.

Aspe afirmó que el déficit en la balanza comercial (bc) y en la bcc no fueron consecuencia del sobrecalentamiento de la economía (impulsado por el gasto de gobierno y por un sobreendeudamiento con el exterior), sino debido a un aumento de la inversión financiada directamente por la repatriación de capitales, así como de préstamos “voluntarios” del exterior para con el sector privado, es decir, “tal deterioro va asociado a una recuperación económica debido a que tal capital será destinado a la importación de bienes de capital e intermediarios del sector privado, lo que se traduciría en exportaciones, o en la producción de bienes que sustituyan tales importaciones”.

Esto es una idea errónea, debido a que las importaciones de bienes de capital en 1992 fueron inferiores (12,064.5 millones de dólares) a las realizadas en 1981 (a 12,206.1 millones de dólares). Es más, las importaciones de bienes de consumo registraron un aumento considerable, en especial de los bienes intermedios a consecuencia de un fuerte aumento de los componentes de las importaciones para las exportaciones, así como para la producción del mercado interno. (Ver cuadro 4.1).

Aunado a lo anterior, a pesar de que las acciones del gobierno estaban orientadas a la reducción del gasto, inversión y por ende en su menor participación en la economía, no fue posible generar las condiciones necesarias de certidumbre y confianza en los agentes económicos (en especial del sector privado), por lo que no fue posible incentivar la inversión

<sup>12</sup> A pesar que el déficit de la cuenta corriente es financiado por el ahorro externo, el ambiente económico no deja de generar incertidumbre sobre las inversiones de largo plazo por lo que los agentes económicos sustituyen estos por aquellas inversiones con rentabilidad a corto plazo.

productiva; además los recursos captados por la fuerte entrada de capitales del exterior no pudieron ser canalizados al financiamiento de la inversión productiva, dirigiéndose en cambio a la Bolsa Mexicana de Valores, a las arcas de Banxico (en forma de reservas internacionales) o a la compra de valores gubernamentales, gracias a que el entorno financiero privilegiaba a la inversión financiera- especulativa, con que se generaba un mayor grado de incertidumbre e inestabilidad económica.

Dentro de un contexto de reformas al Sistema Financiero Mexicano (SFM), en especial de liberalización financiera<sup>13</sup> con una baja regulación bancaria y con expectativas favorables sobre la evolución económica (en especial sobre el crecimiento económico y la baja en las tasas de interés), así como la amplia disponibilidad de recursos en el mercado interno debido a la gran afluencia de capital extranjero al país, generaron profundos cambios en las políticas de crédito bancario, pues su demanda se vio incrementada en especial por el sector privado, no obstante un nivel de tasas de interés reales elevadas, donde el destino final de esos recursos fue el consumo de bajo valor social (Pavón, 1997).

Este proceso se caracterizó por la presencia de selección adversa como consecuencia de que los bancos no llevaron a cabo una buena valorización del riesgo, debido en parte a la incipiente organización de la misma banca gracias a su reciente liberalización y privatización, así como al nerviosismo existente entre los nuevos dueños de querer recuperar en el menor tiempo posible el dinero invertido para su adquisición.

Lo anterior redundó en un incremento considerable de la cartera vencida bancaria, la cual se hizo manifiesta desde 1992, a pesar de ello, la política crediticia expansiva continuó (dadas las expectativas favorables de crecimiento) hasta 1994. Como a partir de este año las expectativas sobre la economía comienzan a ser negativas, en especial sobre la creciente vulnerabilidad del SFM y del mantenimiento de la paridad cambiaria, se arribó a una serie de ataques especulativos que terminaron en la devaluación cambiaria en diciembre del mismo año, siendo ahora el sector privado (y no el público como en crisis anteriores) el más afectado debido al sobreendeudamiento en que se encontraba.

#### **4.2.1 Resultados del programa de estabilización.**

Los resultados obtenidos del programa de estabilización señalan que cumplió con sus objetivos de inflación y crecimiento, al menos en

<sup>13</sup> Eliminación del encaje legal, liberalización de tasas de interés así como la posibilidad de que cada banco pudiera decidir sobre el otorgamiento o no de créditos.

comparación con el programa anterior. Sin embargo, la alta vulnerabilidad económica y financiera, así como los altos costos asociados a este en materia económica y social, nos hacen replantear si realmente fue exitoso el programa.

En primer lugar las políticas de tipo contraccionistas provocaron un crecimiento vertical del desempleo, una reducción de la inversión productiva y por lo tanto en infraestructura, al mismo tiempo se presentó un deterioro de los salarios y por ende de la calidad de vida de la mayoría de la población.

En segundo lugar, la política antiinflacionaria de tipo de cambio y apertura económica afectó de manera negativa la planta productiva mexicana causando su desarticulación interna y la reducción de su capacidad productiva y competitividad, es decir, las bases externas utilizadas para alcanzar el crecimiento dejaron en segundo término las políticas de apoyo para el fortalecimiento del mercado interno. La debilidad producida en los encadenamientos productivos generó a su vez un fraccionamiento entre las grandes empresas y el segmento de pequeñas empresas.

Por último, el creciente déficit de la balanza de pagos (específicamente en la balanza de cuenta corriente y la balanza comercial) fue financiado por un aumento de los pasivos de México con el exterior, por lo que para atraer y retener el ahorro externo fue necesario incrementar las tasas de interés internas.

En resumen, las políticas de ajuste fiscal y monetario no permitieron que los niveles competitivos y productivos de la economía fueran mejorados gracias a que no se generaron las bases productivas y financieras para ello, por lo cual persistieron las presiones sobre el sector externo. Asimismo la política económica encaminada a alcanzar estabilidad monetaria y cambiaria por sí sola no logró alcanzar un crecimiento económico, así como mejoras en el nivel de precios a largo plazo, debido a que se encontraba apoyada por un factor exógeno que era la entrada de capitales, lo cual dada la vulnerabilidad del sector externo, tales requerimientos se hicieron cada vez más grandes, y por tanto, más difíciles de conseguir lo cual obviamente aterrizó en la macrodevaluación y la crisis de 1994-1995, y por ende a que la incapacidad de la política económica mexicana para generar bases endógenas para el crecimiento se profundizara.

Es decir, las bases externas utilizadas para alcanzar el crecimiento económico dejaron en segundo término las políticas de apoyo encaminadas al fortalecimiento del mercado interno. La debilidad producida en los encadenamientos productivos generó una segmentación entre las grandes empresas con respecto a las pequeñas empresas.

### **4.3 Crisis económica de 1994.**

Es un hecho que la política del gobierno de Salinas de Gortari dio una mayor prioridad a la estabilidad monetario - cambiaria y al ajuste fiscal, en vez de encarar los problemas referentes al ajuste del sector externo, por lo que se crearon grandes rezagos productivos y una gran cantidad de capital financiero especulativo. Así, el éxito de una política antiinflacionaria basada en un tipo de cambio sobrevaluado se apoya sobre bases irreales perdiendo credibilidad.

En sí, la crisis recae en un déficit creciente del sector externo, así como en el carácter que los mecanismos financieros tuvieron para cubrirlo y mantener la estabilidad cambiaria - monetaria tan esperada, por tanto, la crisis surge cuando los requerimientos de capital para financiar los desequilibrios productivos y externos se ven incrementados muy por arriba de las entradas de capitales que tiene el país (Huerta, 1999). Asimismo la creciente incertidumbre generada por la falta de perspectivas de rentabilidad y crecimiento promueven la salida de capitales, así como la caída de la oferta de ahorro externo, y no a causa de los eventos políticos y delictivos generados en el año, lo cual constituye la tesis oficial de las autoridades de Banco de México<sup>14</sup>.

Las presiones cambiarias que surgen de la interacción de los elementos arriba descritos comprometieron las reservas internacionales así como el financiamiento del déficit externo, la deuda pública externa y el pago de los pasivos externos a corto plazo de la banca comercial, terminando así en el derrumbe del modelo y en la incapacidad de poder crear las condiciones necesarias para mantener la estabilidad monetaria generándose así una de las mayores crisis económicas en México.

#### **4.3.1 Políticas de ajuste.**

Ante la crisis económica de 1994, el gobierno mexicano vuelve a reconsiderar el programa de ajuste y estabilización macroeconómica, teniendo que enfrentar por un lado la restricción que sufre al contar con un déficit en la balanza de pagos, en especial en la bcc de casi 30 mmd y en la cuenta de capitales de corto plazo<sup>15</sup>, y por el otro la incapacidad interna para poder hacer frente a la crisis.

Esto obligó al gobierno mexicano a solicitar apoyo financiero a organismos financieros internacionales, que pudieran fungir como garantes de

<sup>14</sup> Informe Anual de Banco de México correspondiente a 1994.

<sup>15</sup> Como consecuencia del vencimiento de Tesobonos y a la deuda interbancaria de corto plazo.

última instancia, en especial de Estados Unidos quien otorga una línea crediticia de 20 mil millones de dólares al margen de las decisiones del Congreso estadounidense.

La estrategia macroeconómica desplegada en 1995 tuvo por lo tanto dos objetivos: reducir la inflación desencadenada por la devaluación cambiaria en 1994 y alcanzar nuevamente el equilibrio externo, instrumentándose por tanto un paquete de políticas económicas muy similar al aplicado en el periodo 1983-1987. El programa de ajuste se sustentó en cinco apartados:

1. Política fiscal conducida al logro del balance presupuestal.
2. Política monetaria basada en la utilización del crédito interno neto como ancla antiinflacionaria.
3. Política cambiaria basada en un sistema de libre flotación.
4. Política comercial basada en el mantenimiento de la apertura comercial, la cual dado el proceso de globalización (comercial, financiera, industrial y de comunicaciones), constituye un punto estratégico para cualquier economía que intente tener alguna oportunidad.
5. Política de reestructuración de la deuda a corto plazo.

A pesar que para 1995 y 1996 la política de ajuste resultó eficaz en el logro de la corrección del desequilibrio externo, y que la inflación a penas pudo ser contenida en una tasa del 51.97%, es un hecho que el gobierno de Ernesto Zedillo persiste con las mismas disposiciones que dan pie al modelo económico neoliberal, a pesar de los problemas económicos y sociales asociados a este. Es decir, como se observa en los puntos anteriores, se insiste en la continuidad de dichas políticas, es especial de la instrumentación de una política fiscal y crediticia de carácter contraccionista con el fin de disminuir la actividad económica, las importaciones y el déficit comercial externo; al mismo tiempo que reitera la permanencia de una política monetaria estable, por lo que continuar con las entradas de capital externo se traducen en incrementos en las tasas de interés, evitando al mismo tiempo su salida.

Se intenta restablecer la estabilidad monetaria - cambiaria nuevamente a través de capital extranjero a costa de políticas contraccionistas que como hemos visto, imposibilita el éxito de los objetivos de crecimiento y desarrollo económico.

#### **4.4 La Política Monetaria en México, 1994- 2000.**

El definir a grandes rasgos los antecedentes generales de la economía mexicana que precedieron a la crisis económica de 1994 y por ende del

periodo que nos interesa para objeto de esta investigación, tiene como finalidad dar un panorama general sobre el cual podamos comprender los cambios que en materia monetaria (en especial su formulación e instrumentación), llevó a cabo Banxico como respuesta a los nuevos requerimientos económicos, específicamente sobre el irremediable abandono del régimen cambiario de bandas de flotación el cual deja de servir como ancla nominal de la economía y por lo tanto, como una importante herramienta de política antiinflacionaria.

El análisis del periodo comprende los elementos que condicionan la operación de la política monetaria, los cuales se resumen en los siguientes puntos:

- Estructura institucional de Banco de México,
- Régimen cambiario,
- Instrumentos de política monetaria, y
- Evolución de las principales medidas de política económica.

#### **4.4.1 La política monetaria en el periodo 1995- 2000.**

La política monetaria en México a partir de 1995 se caracterizó por estar inmersa en una nueva estructura institucional, la cual gira en torno a su recién adquirida autonomía. Tal hecho fue alcanzado a través de la reforma constitucional a los artículos 28 y 123, aprobada en 1993 y puesta en marcha en abril de 1994.

La autonomía de Banxico se sustenta en tres puntos: Independencia para determinar el volumen del crédito primario; independencia administrativa, y por último, independencia para poder determinar libremente a los funcionarios que integrarán la Junta de Gobierno.

El contar con un banco central autónomo garantiza que el país en cuestión, otorga un elevado valor al objetivo de estabilidad de precios. Esto se corrobora en la propia legislación de Banco de México, el cual en su artículo segundo señala como principal objetivo de dicha institución, el procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda.

A fines de 1994 frente a la incertidumbre generada en los mercados financieros, así como la falta de confianza del público para con el instituto emisor, Banxico ratifica su objetivo prioritario, al mismo tiempo que anuncia las modificaciones al régimen cambiario, por lo que la mecánica de operación de la política monetaria también se ve afectada. Asimismo la Junta de Gobierno expresa su convencimiento de que la estabilidad de precios es una

condición indispensable más no suficiente para el logro del crecimiento económico sostenido.

Uno de los mayores cambios que se presentaron en las estrategias macroeconómicas de ajuste llevadas a cabo después de la macrodevaluación del peso, tuvo lugar en el manejo de la política cambiaria, debido a la decisión de abandonar el régimen de bandas cambiarias tan utilizado durante los Pactos, por uno de libre flotación<sup>16</sup>, en donde el nivel del peso respecto al dólar y el del tipo de interés es determinado por las condiciones del mercado<sup>17</sup>. De esta forma el tipo de cambio deja de servir como ancla nominal del sistema económico y por lo tanto, como eje de la política antiinflacionaria para ser reemplazado por un agregado monetario.

Esto lleva a reformular la política monetaria en México llevándola a convertirse en la nueva ancla nominal de la economía, sin embargo, cabe señalar que ante una política cuyos objetivos prioritarios fueron la disminución de la inflación desencadenada por la devaluación y el alcance de el equilibrio externo, basadas en un paquete de políticas macroeconómica similar a los sexenios anteriores, provocaron que se utilizara una política de subvaluación cambiaria, la cual estuvo vigente hasta 1996.

Dado el fracaso en la contención de la inflación<sup>18</sup>, en 1995 se decide implementar una estrategia de corte Salinista basada en la estabilidad de precios, con la diferencia de que vuelve a utilizar el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria (Calva, 2000).

Durante este periodo la política monetaria sufre importantes modificaciones. Las versiones oficiales señalan que estas obedecen a las fuertes críticas recibidas en su manejo y a la necesidad de establecer un ancla nominal que fuese confiable y visible. Para alcanzar esto, aún cuando las autoridades del instituto emisor reconocen la poca estabilidad que existe entre la cantidad de billetes y monedas en la economía y la inflación, se opta por determinar una tasa de expansión de las fuentes internas de la base monetaria, es decir, a través del financiamiento que otorga el banco central a la economía estableciendo un límite al crecimiento del crédito interno.

El límite al crecimiento del crédito interno fue derivado de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria, a través del supuesto de una nula acumulación de reservas internacionales.

<sup>16</sup> Específicamente a partir del 22 de diciembre de 1994.

<sup>17</sup> Aunque al igual que en periodos precedentes (desde 1970) la inflación continua estando determinada de manera importante por el tipo de cambio.

<sup>18</sup> Para 1995 la inflación ascendió a 51.97%, después de haber permanecido en 1994 en 7.05%. No así sucedió con el ajuste externo, ya que el déficit en la bcc pasó de 7.3% con respecto al PIB en 1994 a la cifra de 0.56% en 1995.

El argumento que convenció a las autoridades monetarias a establecer metas cuantitativas en los agregados monetarios se sustenta en que bajo un régimen de tipo de cambio flexible el banco central adquiere el control de la base monetaria, puesto que no tiene que agregar o sustraer liquidez derivada de las intervenciones que realizaba en el mercado de divisas, por lo que puede influir en las tasas de interés y en el tipo de cambio, y por ende, en el nivel general de precios.

Ante el abandono del régimen cambiario de bandas por uno de libre flotación se consideró necesario seleccionar una variable intermedia que reemplazara al tipo de cambio en su función de ancla nominal por lo que recayó en contener el crecimiento de dicho agregado monetario dentro de niveles congruentes con el nivel de precios, así como el uso discrecional de los instrumentos de política monetaria para inducir las condiciones monetarias adecuadas para alcanzar los objetivos propuestos.

A consecuencia de la incertidumbre respecto a la evolución de la economía debido al comienzo del programa de ajuste, las autoridades monetarias deciden modificar a mediados de 1995 la política monetaria mediante la incorporación del comportamiento de la base monetaria, así como políticas discrecionales que le permitieron poder influir sobre los niveles de las tasas de interés, dejando a un lado la utilización de metas cuantitativas para los agregados monetarios.

Ante esto, se modifica el esquema operativo de Banxico a través de la utilización de un nuevo esquema de requisito de reservas, es decir, mediante el uso del *régimen de encaje promedio cero*, así como del empleo del *objetivo de saldos acumulados*, los cuales ya fueron descritos ampliamente en el capítulo tercero.

Bajo el esquema de cero requerimientos de reservas, Banxico interviene diariamente en el mercado de dinero mediante licitaciones, fijando el monto a subastar de tal forma que cada institución de crédito deberá mantener durante un periodo de 28 días un saldo acumulado de al menos cero en su cuenta corriente que mantiene en el banco central, a diferencia del esquema anterior implementado entre 1993 y 1995 en el cual dicha restricción era aplicada diariamente sobre el saldo de su cuenta corriente, por consiguiente la operación diaria de Banxico en el mercado de dinero estaba orientada a compensar la totalidad de la demanda por base monetaria y de esta forma intervenir diariamente en el mercado diario o lechero para reponer excesos netos de liquidez generados por diferencias entre la demanda de dinero estimada y observada, así como los montos que no se operaban en la sesión normal en el mercado de dinero.



El resultado de este esquema era que los bancos no necesitaban mantener en el banco central recursos depositados en su cuenta corriente, con lo que la demanda de base monetaria correspondía a la demanda de billetes y monedas en circulación.

Por lo que toca a la política monetaria y su interacción con un régimen de bandas cambiarias, la primera debía satisfacer diariamente la demanda de medio circulante, esterilizando a su vez el residuo de las operaciones que realizaba cuando el tipo de cambio tocaba o se acercaba a alguna de las bandas.

Cabe recordar que en la práctica el banco central no provee directamente la demanda de billetes y monedas demandada por los agentes económicos, sino que utiliza a las instituciones de crédito las cuales son las que realmente están en contacto con el público en general. Tal mecanismo bajo un régimen de encaje promedio cero se efectúa mediante el otorgamiento de financiamiento que los mismos bancos solicitan al Banco de México, no solo de billetes y monedas que de acuerdo a las proyecciones del instituto emisor serán demandados, sino también el medio circulante que los mismos bancos desean tener como reservas, claro está, con su correspondiente cargo o abono en sus respectivas cuentas corrientes que mantienen en el banco central. De esta forma, el sistema funciona bajo el entendido de que la política monetaria no se refiere a la capacidad que tiene de controlar de manera directa la cantidad de algún agregado monetario, sino en la transmisión de señales que le dan la oportunidad de poder influir sobre las condiciones de los mercados financieros.

Entre 1996 y 1997 se mantuvo el esquema sobre el establecimiento de límites al crecimiento del crédito interno y el pronóstico de incrementos de la base monetaria, siendo que para 1996 tales datos se presentan de manera trimestral, mientras que para 1997 en el Programa Monetario se decide publicar un pronóstico diario sobre la trayectoria de la demanda de base monetaria.

Con ello podemos establecer una serie de disposiciones comunes entre los Programas Monetarios de Banco de México más recientes a partir de 1996 los cuales se resumen en los siguientes puntos:

- 1. Objetivo anual de inflación.**
- 2. Se mantiene vigente el esquema de flotación cambiaria.**
- 3. Reglas definidas sobre el comportamiento de la base monetaria, sobre la acumulación de reservas internacionales netas y la variación del crédito interno neto, las cuales representan el primer elemento sobre el**

cual los Programas Monetarios están sustentados. Este punto constituye un objetivo operacional debido a que al estar orientado a garantizar al mercado que Banco de México no creará una fuente de inflación básica (exceso de oferta de dinero primario), el instituto central “no podrá crear excesos ni faltantes de base monetaria”.

Bajo este esquema Banxico garantiza el ajuste diario de la oferta de dinero primario de tal forma que esta sea igual a la demanda de base monetaria. Por lo tanto, el compromiso del banco central será el de mantener (en lo general) una política monetaria neutral.

En caso de presentarse algún desequilibrio en la liquidez resultado de algún error en la cantidad estimada de demanda de billetes y monedas, Banxico se compromete a su corrección a través de sus operaciones en el mercado de dinero.

De acuerdo con lo establecido en los Programas Monetarios, esta regla obliga al banco central a lo siguiente:

1. Determinar que sus intervenciones diarias en el mercado de dinero se efectúen con un objetivo de cero acumulación de saldos en las cuentas corrientes mantenidos por las instituciones de crédito en el banco central.
2. Esterilizar el impacto monetario resultante de las variaciones de los activos internacionales netos y de las operaciones que la Tesorería de la Federación realice en su cuenta con el banco central.

Con respecto a la variación del crédito interno neto, Banxico argumenta que su decisión de publicar su límite de manera trimestral obedece al mayor control que tiene sobre este a diferencia de los activos internacionales netos para lograr el ajuste de la oferta de dinero con respecto a su demanda, traduciéndose en una fuerte presión inflacionaria en caso de no ser manejado correctamente.

Por otro lado las autoridades monetarias consideran que contar con una mayor cantidad de activos internacionales fortalecerá la posición financiera del país frente al exterior, con lo que se establece el objetivo de garantizar una acumulación mínima de activos internacionales.

4. **Banco de México se reserva la facultad de desviarse de lo estipulado en el segundo punto para ajustar discrecionalmente su posición acorde a las condiciones económicas del país, en especial ante circunstancias inesperadas que lo hagan aconsejable, ya sea haciéndola más restrictiva o relajada.** Es decir, se abre a la posibilidad

de modificar la política monetaria en caso que ante presiones inflacionarias<sup>19</sup> vea comprometido el logro del objetivo de inflación, teniendo así cierta influencia sobre las expectativas de inflación y el proceso de formación de precios. Debido a que Banxico considera deseable que la política monetaria se instrumente de manera preventiva, deberá en primer lugar vigilar la evolución de aquellas variables que a razón del banco central considere como una fuente de presiones inflacionarias, y por ende actuar de manera oportuna cuando en tal análisis se confirme su existencia. Cuanto más rápida sea su reacción, más clara será su influencia sobre los procesos de formación de expectativas y de precios.

Para alcanzar lo anterior Banxico puede hacer uso de su capacidad para hacer más restrictiva la política monetaria a través del "corto", donde induce a los bancos comerciales a incurrir en sobregiros en sus cuentas corrientes ante el encarecimiento del crédito ofrecido por el mismo, es decir, proporcionando estos recursos a tasas superiores a las que ofrece el mercado, de manera que puede influir sobre las tasas de interés, las cuales se ven incrementadas.

Tal hecho se justifica en aras de un nivel de inflación menor, sin embargo, no se consideran los efectos recesivos que una política monetaria restrictiva tiene sobre la actividad económica, el empleo y la inversión. Es más, Banco de México justifica la utilización del corto bajo las siguientes circunstancias:

1. Ante futuras presiones inflacionarias que sean incongruentes con el logro de los objetivos de inflación que ocasionen que las expectativas de inflación se desvíen de las metas futuras de inflación.
2. En caso de la presencia de perturbaciones inflacionarias.
3. Cuando sea necesario restaurar el orden en el mercado de cambios y de dinero.

Asimismo, el hecho que el banco central ajuste su postura de política monetaria, en especial a través del corto cuando se presenta la necesidad de modificar las condiciones monetarias ante eventos que evitan que estas sean congruentes con la inflación, obedecen a la menor importancia que la mayoría de los bancos centrales le otorgan ya a los agregados monetarios, restándole

<sup>19</sup> Entre las que destacan: choques externos que pueden arribar en depreciaciones del peso, variaciones inesperadas en los precios y tarifas públicos y salarios contractuales incongruentes con la meta inflacionaria y el incremento de la productividad. (Programa Monetario, 1999)

importancia al comportamiento de la base monetaria en el análisis y evaluación de las presiones inflacionarias, reconociéndose así que el fenómeno de la inflación no puede ser anticipado con exactitud dada su gran complejidad.

Las acciones discrecionales de Banxico durante 1996 y 1997 se caracterizaron por la utilización del corto, sin embargo, este se orientó al restablecimiento de las condiciones de estabilidad en los mercados financieros, las cuales una vez alcanzadas, regresaban a una postura neutral.

Cabe destacar que el objetivo anual a partir de estos años ya comenzaba a tener un papel importante dentro de la formación de las expectativas de los agentes económicos. Aunque las metas de inflación fijadas para 1996 y 1997 fueron de 20.5% y 15% respectivamente estas no se alcanzaron, ya que aunque efectivamente la inflación se redujo, no fueron a los niveles deseados (la inflación observada para 1996 fue de 27.7% mientras que para 1997 alcanzó el nivel de 15.7%). (Ver cuadro 2).

Para 1998, la estrategia operativa del banco central destaca un margen mayor de discrecionalidad en la conducción de la política monetaria acorde a las circunstancias que eventualmente fueron surgiendo en el entorno económico. Ejemplo de lo anterior lo encontramos en la primera ocasión en que las autoridades monetarias decidieron emplear el corto únicamente como criterio preventivo a raíz de la crisis rusa y de la caída de los precios internacionales del petróleo, lo cual amenazaba las condiciones monetarias propicias para alcanzar la meta inflacionaria no solo las del año en cuestión, que era del 12%, sino que también la de 1999 que era del 13%. Tal medida se efectuó el 30 de noviembre de 1998 aumentando la restricción monetaria de 100 a 130 millones de pesos.

Asimismo se siguiere que el instituto emisor a partir de esta fecha comenzó una progresiva transición hacia una estrategia en la cual la inflación pasa a ser de un objetivo- guía a un objetivo- regla, es decir, hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación (IT), (IMEF, 1998).

La consecuencia evidente de este proceso es la pérdida de importancia que el análisis del comportamiento de las presiones inflacionarias le da a la evolución de la base monetaria, aumentando así la importancia al establecimiento de metas de inflación tanto de corto como de mediano plazo. Por tanto, la adopción de este régimen implica que la meta misma de inflación se convierte en el "ancla nominal" del sistema.

Para 1999 y 2000, el Programa Monetario continúa con las mismas directrices operacionales que en el periodo anterior, donde el objetivo de inflación fue fijado en cifras que no excedieran el 13% y el 10% respectivamente. El dato novedoso fue que en el Programa Monetario de 1999

surge el planteamiento de una meta de inflación a largo plazo, es decir, se planteó el compromiso de lograr una aproximación gradual a la inflación externa, concretándose en un objetivo a largo plazo el cual para el 2003 debe de alcanzar una tasa de inflación similar a la de sus socios comerciales, estableciéndose como meta una cifra del 3%.

Es un hecho que durante el periodo 1998-2000 la importancia asignada al crecimiento de los agregados monetarios en el análisis de las expectativas de inflación se ven disminuidas. Esto obedece como ya mencionamos, a la poca correlación que existe entre ambas variables, en especial a corto plazo, lo que ha venido a disuadir a la mayoría de los banqueros centrales a su no utilización como objetivo intermedio.

Por tal motivo Banxico ha comenzado a avanzar en el proceso de transición hacia el esquema IT en México, adoptándose a las exigencias que este mismo régimen impone y las cuales se traducen en la ampliación de los mecanismos de comunicación con el público.

Entre los avances más importantes presentados por Banco de México durante el 2000 en torno a la convergencia hacia un régimen de IT tenemos:

1. Anuncio de metas antiinflacionarias en un horizonte multi- anual. Donde se reitera el objetivo inflacionario a mediano plazo para el 2003, el cual fue expresado desde inicios de 1999 en el Programa Monetario<sup>20</sup>.
2. Calculo y publicación de una medición de inflación subyacente,
3. Publicación trimestral sobre la evolución de la inflación.
4. Declaraciones públicas constantes del Gobernador de Banco de México sobre la tasa de inflación mensual esperada, con el objeto de influir en las expectativas.
5. Reconocimiento oficial de que se persigue explícitamente adoptar el IT en un futuro cercano.
6. Intención de un levantamiento de una encuesta sobre percepción pública del fenómeno inflacionario.

Podemos concluir este apartado mencionando que actualmente Banxico a decidido orientar sus acciones de política a través de su influencia sobre las

---

<sup>20</sup> Aunque desde el primer reporte de Política Monetaria efectuado por Banco de México en mayo de 1994, se externo en una primera instancia el deseo de converger a una tasa de inflación de mediano plazo a niveles semejantes a las que permanecen en los principales socios comerciales de México. Sin embargo dada la crisis económica surgida en 1994 las autoridades monetarias desisten de sus pronunciamientos, surgiendo nuevamente a la luz pública en el Programa Monetario de 1999, una vez alcanzados importantes logros en el proceso antiinflacionario.

condiciones monetarias y las expectativas de inflación, tratando de lograr una congruencia entre estos y los objetivos inflacionarios propuestos.

Sobre la base de lo anterior, Banxico justifica su intervención restrictiva en la economía, manifestando la presencia de presiones inflacionarias que han venido a crear expectativas de inflación superiores a los objetivos propuestos, principalmente entre 1998-2000, en contraste con el lapso 1996-1997 cuando el corto fue utilizado principalmente como medio para tranquilizar a los mercados financieros, por lo que solo fueron medidas transitorias.

No obstante, las acciones del banco central no van más allá del cumplimiento de una meta inflacionaria, por lo que no considera los efectos recesivos ocasionados por ello y que tanto daño han hecho a la economía.

#### **4.4.2 Resultados de la política monetaria**

Hemos visto que en materia de política económica los cambios experimentados en México a partir de 1995 fueron mínimos, pues continuaron con una política ortodoxa totalmente restrictiva, la cual preservó los lineamientos establecidos por el Consenso de Washington, obviamente bajo la tutela y supervisión del FMI.

En materia monetaria se reitera la necesidad de continuar con una estabilidad monetaria, a pesar que ya ha demostrado su incapacidad para lograr un crecimiento económico así como de propiciar las condiciones económicas que pudieran facilitar su logro. Por esto, al momento que se decide continuar con la misma estrategia, se hace indispensable proporcionar las condiciones de confianza que permitan la entrada de capital extranjero (el cual hasta el momento ha demostrado ser el sostén del modelo mexicano), lo cual demanda la eliminación de la incertidumbre cambiaria vía ajuste fiscal y externo.

El Presidente Zedillo a través de su VI Informe de gobierno da por hecho que los problemas económicos estructurales generados por la crisis económica han sido superados, incluso señala que el crecimiento económico ha retomado su camino<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Como podemos ver, las autoridades que postulan la permanencia y conveniencia de este modelo para México asumen que ha sido eficiente la forma en como han sido conducidas las variables macroeconómicas a pesar de los costos sociales generados por ello, los cuales pueden ser corregidos sin modificar las políticas macroeconómicas. Sin embargo, es un hecho que este planteamiento no ha sido congruente con la realidad, es decir no se ha visto reflejado en la obtención de alguno de los objetivos macroeconómicos (estabilidad de precios, equilibrio externo y crecimiento económico) de forma sostenida.

Al respecto podemos decir que la evolución de PIB presentó señales de recuperación a principios de 1996 llegando a alcanzar los mismos niveles de producción que en 1994 para el año de 1997. Asimismo el periodo comprendido entre 1995-2000 se caracterizó por un crecimiento promedio del 5.4%, superior al comprendido entre 1988-1994, el cual fue del 4.9%. (Ver cuadro 1). Con lo anterior, podemos decir que efectivamente hubo éxito al menos en términos de crecimiento económico, sin embargo, es preciso establecer las bases de tal crecimiento con el fin de poder determinar si son en realidad suficientes como para garantizar un crecimiento sostenido a largo plazo y con ello, poder explicar en que medida la política monetaria en conjunción con la cambiaria intervino en dicho proceso.

En este punto considero importante especificar el porqué de la importancia de investigar no solo a la política monetaria como un todo dentro de esta investigación, si tomamos en cuenta que el único objetivo de Banxico es alcanzar la estabilidad de precios y no el crecimiento económico.

En primer lugar, no hay que perder de vista que un modelo macroeconómico en equilibrio existe solo en la medida que se logre el crecimiento económico de pleno empleo acompañado de un equilibrio tanto interno como externo, es decir, con estabilidad de precios y equilibrio en la balanza de pagos, donde su adecuado manejo depende de cómo las autoridades decidan que y como utilizar los instrumentos que tienen a su alcance para el logro de tales objetivos.

Si tomamos en cuenta el Principio Tinbergen- Mundell<sup>22</sup> vemos que contamos con tres objetivos para los cuales les corresponden tres instrumentos (que para este caso son la política monetaria, la política cambiaria y la política fiscal), los cuales no pueden ser catalogados como óptimos y mucho menos independientes, debido a que tanto la política cambiaria como la monetaria están fuertemente correlacionados. Por lo tanto, es necesario que ambas políticas actúen coordinadamente, en conciliación con la política fiscal, comercial y salarial para poder controlar la inflación dentro de ciertos niveles.

Por ejemplo una política monetaria que restringe el crédito eleva las tasas de interés y por ende hay una gran afluencia de capitales al país, lo cual conlleva a una apreciación cambiaria ocasionando un déficit en la bcc y finalizando en una contracción de la actividad económica. De esta manera vemos que este principio económico no se cumple, debido a la presencia de un menor número de instrumentos que de objetivos.

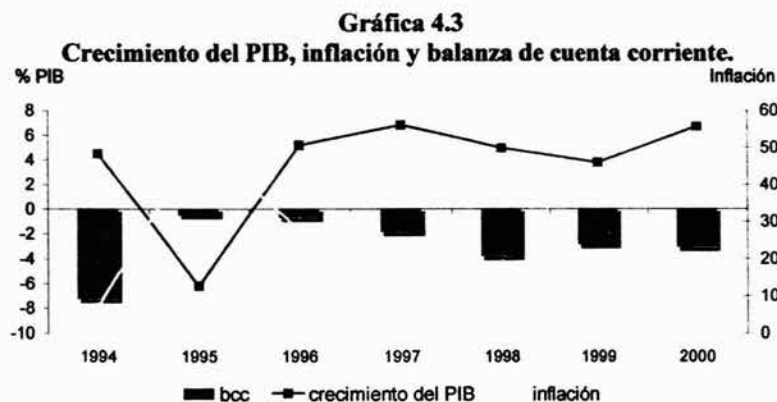
<sup>22</sup> El cual nos dice que un modelo macroeconómico es consistente en la medida que cuenta con el mismo número de instrumentos independientes con respecto a los objetivos (Principio Tinbergen), mientras que están asignados de manera óptima y eficaz (Principio Mundell). (Villarreal, 2000)

Podemos ver que la inflación ha tenido una evolución favorable, ya que después de la devaluación de 1994 la tasa de inflación pudo ser reducida de un 52% en 1995 hasta un 9% en el 2000. Sin embargo, el equilibrio que en un principio se logró en la bcc para 1995 del 0.56% con respecto al PIB y del 0.75% en 1996 se rompe, por lo que se perfila a un nuevo proceso de desequilibrio externo alcanzando el déficit en la bcc una cifra de 18 mmd para 1999. Asimismo el equilibrio presentado en la bc sin maquila a partir de 1995 (2.5%) se pierde, siendo que para el 2000 este es del 1.38%. (Ver cuadro 4).

Por lo tanto, la recuperación inicial de la economía mexicana se debió principalmente al sector externo, esto como consecuencia de que una vez llevada a cabo la devaluación del peso en 1994, alcanzar su equilibrio se convirtió en un punto clave de la estrategia macroeconómica adoptada por las autoridades, a la vez que el margen de subvaluación ocasionado por las devaluaciones ocurridas en 1994 y 1995 permitieron dicho proceso.

Esto se puede ver en el estímulo de las autoridades a las exportaciones y que se refleja en la bc, la cual señala que para 1995 las exportaciones se incrementaron en un 30.6%, mientras que en 1996 en un 20.7%.

Lo anterior se puede apreciar más fácilmente en la gráfica 4.3.



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del anexo estadístico.

Para alcanzar estas cifras se aplicó entre otros instrumentos una política de subvaluación cambiaria, la cual fue empleada hasta el primer trimestre de 1996, siendo reemplazada posteriormente por una estrategia cuya prioridad nuevamente se centró en la estabilidad de precios a niveles de un dígito<sup>23</sup>,

<sup>23</sup> Lo cual se encuentra reflejado en el Programa nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE), estableciendo como meta inflacionaria para el 2000 un 7.5%.



utilizando la paridad peso/dólar como ancla antiinflacionaria, favoreciéndose nuevamente la sobrevaluación cambiaria.

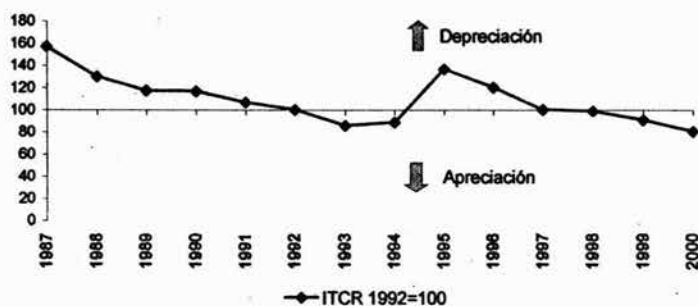
Para 1998 a raíz de la caída de los precios internacionales del petróleo, el gobierno opta por una política fiscal muy restrictiva, recayendo principalmente en la inversión y el gasto público<sup>24</sup>, lo cual aunado a la crisis rusa que obligó a diversos países desarrollados a la adopción de una fuerte restricción de liquidez, provocaron serias presiones sobre el tipo de cambio y finalmente su devaluación entre el 31 de julio y el 10 de septiembre en un 19.4%.

La reacción obvia de Banxico fue restringir aún más la política monetaria a través de la aplicación del corto, con el objetivo de contener la depreciación del tipo de cambio y de controlar las expectativas inflacionarias.

Los efectos inmediatos sobre la economía se reflejaron en la caída del PIB que después de haber conseguido un crecimiento importante del 6.78% en 1997 cae al 4.91% en 1998 y al 3.74% en 1999, mientras que la inflación se dispara en 1998 al 18.61%. Sin embargo, el objetivo de estabilidad monetaria cambiaria es alcanzado, lográndose incluso la sobrevaluación del peso en 1999, gracias al reingreso moderado de capitales de cartera y al incremento de la inflación interna en un 12.32% (Guillen, 2000).

La evolución del tipo de cambio real se puede observar a través de la siguiente gráfica.

Gráfica 4.4  
Índice de tipo de cambio real



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

A pesar que Banxico cuenta con diversos mecanismos para restar volatilidad al tipo de cambio mediante una flotación sucia,<sup>25</sup> evitando al

<sup>24</sup> La inversión cae de un 3.03% con respecto al PIB en 1997 a un 2.67% en 1998, mientras que el gasto público de un 23.6% del PIB en 1997 pasa a un 21.58%. (Ver cuadro 5).

<sup>25</sup> La flotación sucia constituye una de las modalidades que el tipo de cambio flexible puede asumir. Este tipo de régimen es considerado como una mezcla entre el tipo de cambio fijo y el

menos en este caso la apreciación de la moneda, el gobierno decide por mantener tal política, por lo que a través de sus OMA coloca valores gubernamentales en el mercado de dinero restando liquidez al sistema, elevando así las tasas de interés.

Efectivamente el sector externo se caracterizó por un auge en las exportaciones, duplicándose casi al doble el valor de estas con respecto al producto, sin embargo, las importaciones también se incrementaron rápidamente en especial las importaciones de bienes de consumo intermedio, donde su participación en el producto pasó de un 13.91% en 1994 a un 20.6% en 1995 y al 23.05 en el 2000.

De igual forma se registró un incremento en las exportaciones maquiladoras durante el periodo 1995-2000, cuyo crecimiento fue del 20.63% a diferencia del periodo anterior que fue del 17.18% (1988-1994). Si bien cabe destacar que tales importaciones no tienen ningún efecto de arrastre con la industria nacional debido a que necesitan de una cantidad creciente de insumos y de equipos importados.

Si a esto le sumamos un incremento en el nivel de demanda agregada durante el periodo en cuestión del 8.34% con una caída en el consumo con respecto a la demanda del 67.31% en 1995 al 57.28% en el 2000 (en especial en el consumo privado el cual se ve reducido de un 57.8% con respecto a la DA a un 50.17% en el 2000), tenemos que en realidad el modelo de desregulación económica está dinamizado por la demanda externa, en vez de la nacional. (Ver cuadro 5.1)

Tal fenómeno asociado a la creciente sobrevaluación del tipo de cambio, ha provocado al igual que en el periodo precedente la existencia de dos economías: una economía de exportación dinámica, ligada al comercio internacional con un alto nivel de competitividad, contra una economía de mercado interno con un grado alto de rezago y que en ocasiones su principal preocupación es sobrevivir (Levy, 2001).

Por tanto, el desequilibrio externo continua siendo uno de los principales problemas macroeconómicos de la economía mexicana, reapareciendo en la bc a partir de 1998 con una cifra del 1.90% con respecto al PIB, mientras que en la bcc el desequilibrio se hace cada vez más grande.

Coincidiendo con Guillén, el problema estructural del desequilibrio externo radica en la desarticulación industrial lo cual ha provocado que aquellas empresas exportadoras sean cada vez más dependientes de las importaciones de insumos que antes. Asimismo es producto de una apertura a

---

flexible puesto que el banco central interviene en el mercado de divisas (ya sea comprando o vendiendo divisas) para mantener el tipo de cambio dentro de ciertos márgenes evitando de esta manera una volatilidad excesiva., (Carrillo 2003).

radical e ineficiente, basada en una liberalización comercial acelerada con un tipo de cambio no competitivo y sobrevaluado, así como en una política industrial pasiva, lo que ha propiciado la desarticulación de las cadenas productivas.

De igual forma, la economía se sustenta en una estrategia de industrialización hacia fuera, basada solo en un sector exportador que no cuenta con el poder de encadenamiento de la producción interna.

En suma, la ineficiente apertura del México se debe principalmente a la sobrevaluación del tipo de cambio, a la falta de políticas de reconversión industrial encaminadas al fomento macroeconómico de pequeñas y medianas industrias, y a la falta de políticas de defensa contra prácticas desleales.

Como en el periodo Salinista, el creciente déficit continuó siendo financiado por el acceso de flujos de capital extranjero, privilegiado por una política de estabilización monetaria y cambiaria, y por lo tanto, de altas tasas de interés, así como de una disciplina fiscal. Todo esto con el fin de evitar acciones especulativas que pusieran en riesgo la estabilidad de los mercados financieros y por consiguiente a la economía.

A pesar que el crecimiento de la inversión extranjera durante el periodo 1995-2000 es inferior al registrado entre 1998-1994 (en especial de la inversión de cartera), esto no significa que la dependencia de capital extranjero sea menor, sino que obedeció a la existencia de un nuevo entorno institucional y a los efectos de la crisis de 1994-1995.

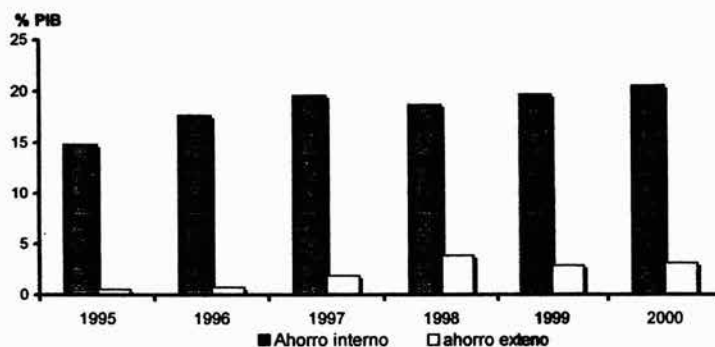
Uno de los objetivos primordiales del sexenio Zedillista, fue elevar el ahorro interno pues es considerado como pieza fundamental del programa de financiamiento para el desarrollo (Pronafide). Después de la crisis de 1994, el ahorro externo casi desaparece ya que para 1995 su participación con respecto al producto es de 0.56%, mientras que para 1996 es de 0.76%, por lo que el ahorro interno se ve incrementado del 14.85% al 17.66% respectivamente. Con la reinserción de la estrategia de estabilización a través de la utilización de un tipo de cambio como ancla al ahorro externo, comienza a tener un repunte para alcanzar en el 2000 una participación del 3.13%, mientras que el ahorro interno llega al 20.5%, por lo que no alcanzó los niveles deseados.

La evolución tanto del ahorro interno como externo se puede observar en la gráfica 4.5.

La política monetaria al sufrir fuertes modificaciones durante este periodo, especialmente en 1995 cuando se decide adoptar un agregado monetario como ancla de estabilización económica, en este caso el crédito interno, así como la reafirmación de la estabilidad de precios como objetivo prioritario, se produce un cambio en la forma de manejo de esta. Ahora se establece que los precios clave y los salarios no permanecen anclados a un

tipo de cambio, sino a la política monetaria misma, es decir, al crédito interno, dejando con ello al tipo de cambio y a las tasas de interés desligadas de la política antiinflacionaria, aún cuando esta última continúa siendo un instrumento para la defensa del tipo de cambio. Sin embargo, esto no se logra completamente debido a la existencia de una flotación sucia del tipo de cambio, por lo tanto las autoridades del banco central continúan usando a la tasa de interés como instrumento para alcanzar la estabilidad monetaria.

**Gráfica 4.5**  
Evolución del ahorro interno y externo



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

El establecimiento de límites al crecimiento del crédito así como su utilización como ancla antiinflacionaria favoreció a los dos primeros años del periodo de ajuste a reducir los niveles de inflación. Para 1995 el crédito interno se redujo en un 4.3% como proporción del PIB, mientras que el crecimiento controlado de la base monetaria alcanzó un 17.34%. Para 1996 el crédito interno se redujo en un 4.1% y donde el crecimiento de de la base monetaria con respecto al año anterior alcanzó un 25.7%, cifras por debajo del objetivo de crecimiento de la base monetaria, los cuales representaban un 29.1% y 28.6% respectivamente.

Para México, la utilización de una política monetaria contraccionista ha favorecido al establecimiento de tasas reales de interés muy altas, lo cual no se ha traducido en un mayor grado de flexibilidad crediticia y mucho menos en un crecimiento económico a largo plazo, es más, vino a impedir la superación de la crisis bancaria así como el problema de sobreendeudamiento que sigue afectando a individuos y empresas.

El financiamiento neto al gobierno federal otorgado por Banxico después del incremento observado en 1994 el cual alcanza una cifra de 24,196

miles de pesos, se reduce a partir de 1995 hasta alcanzar un saldo negativo el cual persiste hasta el 2000.

Paralelamente, la política fiscal mantuvo una política de finanzas públicas equilibradas aceptando incurrir en déficits pequeños, por lo que el gasto público se mantuvo contraído al igual que la inversión pública la cual cae de un 4.94% del PIB en 1994 hasta un 2.85% en 1999 (a pesar de presentarse un ligero repunte en la inversión pública para el 2000 de 3.33%) afectando así áreas de desarrollo económico y social.

Considerando de manera global, el gasto total en términos reales se redujo de un 36.69% con respecto del PIB para 1988, hasta el 22.73% en el 2000; mientras que el gasto programable del sector público, tuvo la siguiente evolución: en primer lugar se redujo de un 20.25% como porcentaje del PIB en 1987 al 17.19% en 1994, y al 15.68% en el 2000.

A la par de la drástica reducción del gasto e inversión pública, los datos económicos no nos muestran que se haya tratado de efectuar algún esfuerzo por ver incrementado los ingresos del Gobierno Federal. Lo anterior lo podemos observar en la evolución del ingreso presupuestal del sector público, el cual pasa de un 29.17% del PIB en 1987 al 22.74% en 1994, y al 21.63% en el 2000, pasando por una brusca reducción en 1998 del 20.35% debido a la caída de los precios internacionales del petróleo convertidos en pesos. En materia tributaria llama la atención que persiste la misma tendencia, debido a que la recaudación tributaria de un 9.17% del PIB en 1988, apenas asciende al 9.32% en 1994, y al 10.5% en el 2000.

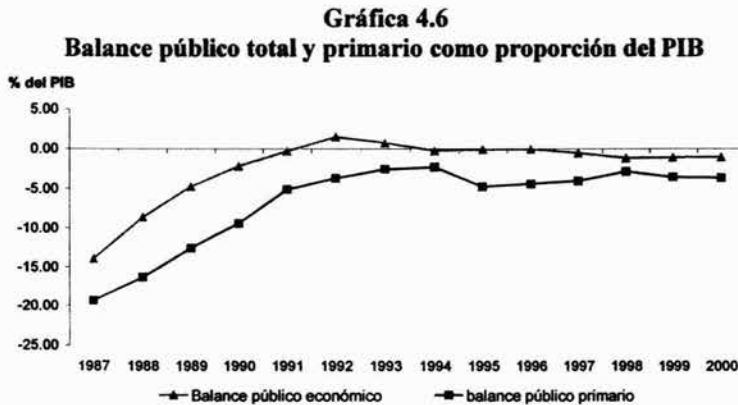
En suma, el periodo de "ajuste" en las finanzas públicas trajo más costos económicos y sociales que beneficios, dado que el gobierno al mantener una política fiscal negativa pierde un elemento de política económica activa para fomentar el empleo y la esfera productiva.

Un punto que las autoridades mexicanas no han considerado, es que en un entorno de estabilidad cambiaria nominal y de altas tasas de interés se crean presiones adicionales sobre las finanzas públicas. Las finanzas públicas se ven afectadas por el aumento de las tasas de interés por lo que se incrementa la carga del servicio de la deuda pública; por el incremento de endeudamiento interno producto del proceso de esterilización que se deriva de la mayor afluencia de capitales del exterior, por la menor captación de ingresos tributarios y por las crecientes transferencias que el gobierno realiza hacia el sector bancario para evitar su colapso, por tanto, y dados los anteriores puntos, en México se puede hablar de finanzas públicas equilibradas más no sanas.

En este sentido, el equilibrio fiscal durante el quinquenio 1995-2000 fue roto principalmente por la estrategia de rescate bancario, donde el déficit

operacional del sector público federal contemplando los pasivos Fobaproa-IPAB y de acuerdo a los datos proporcionados por Calva, ascienden a un 3.01% del PIB en promedio anual, dato que las cifras oficiales no se contempla.

La evolución de las finanzas públicas durante el periodo en cuestión se resume en la gráfica 4.6.



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

Con el establecimiento del régimen de encaje promedio cero y la utilización del objetivo de Saldos Acumulados (SA) como principal instrumento de política monetaria, Banco de México logra enviar señales a los distintos participantes de los mercados financieros con el objeto de que dirijan su conducta hacia la consecución de algún objetivo determinado por este. Sin embargo, el actual esquema macroeconómico al exigir la utilización de políticas contraccionistas, en este caso de una política monetaria restrictiva que favorezca altas tasas de interés y estabilidad monetaria y cambiaria, así como una mayor discrecionalidad para el manejo de la política monetaria, (en especial mediante la utilización del "corto") ha arribado a un objetivo de SA negativo de 350 millones de pesos diarios para finales del 2000 siendo éste el resultado de una tendencia iniciada en marzo de 1998<sup>26</sup>.

De acuerdo a los datos obtenidos, durante el periodo 1995-1997 la utilización del corto estuvo orientada al restablecimiento de las condiciones de la estabilidad de los mercados financieros cuando estos experimentaban algún trastorno y donde una vez alcanzada tal estabilidad se regresaba nuevamente a un objetivo de SA neutral. No es sino hasta 1998 que las acciones del banco

<sup>26</sup> La teoría económica nos dice que una reducción de la cantidad de dinero en circulación eleva los niveles de las tasas de interés produciendo el descenso de la inflación. (Aparicio, 2001).

central tuvieron la facultad de ajustarse discrecionalmente conforme a las condiciones económicas del país, por lo que a partir de marzo de este mismo año, la restricción monetaria se ha ido incrementando paulatinamente pasando de una cifra de 20 a 350 mp. diarios.

Lo anterior correspondió a la posibilidad de ajustar la postura de la política monetaria a través de acciones discrecionales del banco central en el caso de que se presentaran perturbaciones inflacionarias.

El año de 1998 se caracterizó por la presencia de un shock externo producto de la caída de los precios internacionales del petróleo así como de las crisis asiática y rusa. Tal entorno provocó que las expectativas inflacionarias se vieran deterioradas y dado que Banxico a partir de esta fecha se encontraba en un proceso de transición gradual hacia el esquema de objetivos de inflación, donde el cumplimiento de las metas inflacionarias tanto en el corto como en el mediano plazo cobraban cada vez mayor importancia, se vio obligado a restringir su política aumentando el corto en seis ocasiones; asimismo el tipo de cambio sufrió una depreciación de casi un 20%<sup>27</sup> mientras que el nivel de inflación observado del 18.6% fue por mucho superior al objetivo (12%), manteniendo a su vez un crecimiento del PIB positivo el cual fue del 4.91% y con un nivel de reservas internacionales de 32,420 millones de dólares. Lo anterior nos dice que la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante permitió un ajuste de los precios relativos vía depreciación cambiaria.

El incremento del corto en noviembre de 1998 obedeció a un criterio preventivo con el fin de alcanzar el objetivo de inflación del año siguiente, el cual era del 13% que estaba en riesgo ante la presencia de la expectativa de la crisis brasileña de 1999.

En el cuadro 4.1 podemos ver la evolución de la política monetaria mediante el manejo del régimen de SA, en especial de la implementación del corto en el mercado de dinero.

El problema cambiario brasileño represento uno de los principales factores externos que pusieron en peligro el logro inflacionario, por lo que las autoridades monetarias ampliaron el corto a 160 mp. Para el 2000 el corto se implementó en seis ocasiones, presentándose nuevamente resultados positivos en el nivel de inflación, el cual no solo fue inferior al objetivo (10% con respecto a la inflación observada que fue de 8.96) sino que el crecimiento económico fue uno de los más altos obtenidos durante el quinquenio (6.64%).

Es posible afirmar que el trabajo de Banxico en el manejo de su política monetaria, ha resultado exitoso en el logro de su objetivo prioritario que es la

<sup>27</sup> Conforme al dato proporcionado por Villarreal.

estabilidad de precios. Tales efectos pueden ser representados en la gráfica 4.7 donde puede distinguirse que la política monetaria restrictiva a partir de 1998 se divide en dos periodos:

El primero abarca 1998 ya que durante ese año los precios no respondieron a la aplicación del corto en el mercado de dinero por lo que la línea alcista de los precios no pudo ser controlada, sin embargo a principios de 1999 esta tendencia cambió pues se comenzó a tener los resultados esperados sobre los precios.

Aparicio (2001) siguiere la existencia de un periodo de rezago desde la aplicación del corto hasta el momento en que se comienza a tener los efectos esperados sobre la inflación. Esto es tal vez lo que de respuesta al hecho de que no fue posible reducir la inflación de forma inmediata a pesar de la aplicación del corto en seis ocasiones durante 1998 y una vez en enero de 1999, sino que hubo respuesta hasta febrero de este último año.

**Cuadro 4.1**  
**Modificaciones en el objetivo de SA**

Fecha de cambio	Objetivo de saldos acumulados	Fecha de cambio	Objetivo de saldos acumulados
06-Sep-95	25	07-Jun-96	-31
25-Sep-95	20	21-Jun-96	-40
30-Oct-95	25	05-Ago-96	-30
09-Nov-95	-200	19-Ago-96	0
13-Nov-95	-100	14-Oct-96	-20
14-Nov-95	100	26-Nov-96	0
15-Nov-95	75	11-Mar-98	-20
16-Nov-95	65	25-Jun-98	-30
17-Nov-95	56	10-Ago-98	-50
21-Nov-95	25	17-Ago-98	-70
23-Nov-95	15	10-Sep-98	-100
04-Dic-95	0	30-Nov-98	-130
08-Dic-95	-5	13-Ene-99	-160
13-Dic-95	0	19-Ene-00	-180
14-Dic-95	50	16-May-00	-200
20-Dic-95	25	26-Jun-00	-230
28-Dic-95	0	31-Jul-00	-280
23-Ene-96	-5	17-Oct-00	-310
25-Ene-96	-20	10-Nov-00	-350

Nota: Cifras en millones de pesos.

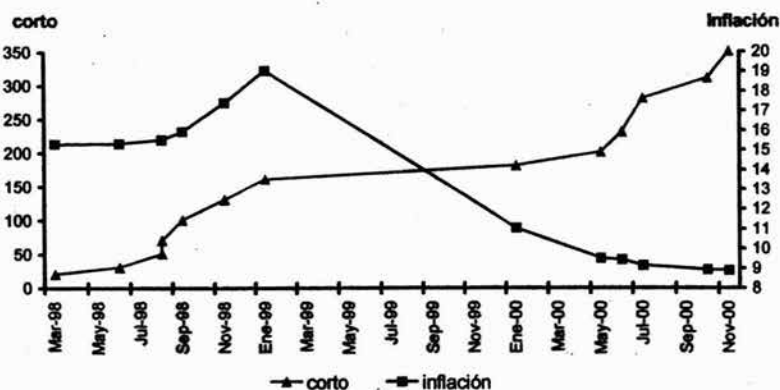
Fuente: Informe sobre inflación. Banxico, varios números.



Boletín de prensa. Banxico.

Gráfica 4.7

## Inflación y restricción monetaria.



Nota: Inflación interanual (%).

Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico y a la tabla 4.1.

Como era de esperarse, el movimiento de las tasas de interés se presentaron tal y como la teoría económica nos dice, sin embargo, a pesar de que actualmente el banco central es el encargado de enviar señales a los participantes de los mercados financieros sobre el nivel de esta y no mediante su determinación directa, al final es la banca la que en última instancia determina su magnitud y permanencia, lo cual dependerá entre otras cosas de la posición que el banco central guarde con respecto a la banca en el mercado de dinero, sea esta acreedora o deudora (Díaz de León). Sin embargo, existen diversos estudios en los cuales se han encontrado que la política monetaria en México ha tenido un componente “activo” en la determinación de las tasas de interés, es decir, el banco central ha contribuido a inducir alzas en las tasas de interés aún por encima del alza en las tasas de interés que el propio mercado de dinero demanda.

En una economía abierta como la mexicana, insertada en un proceso de globalización en especial de liberalización financiera, la sobrevaluación del tipo de cambio es provocada por el hecho de que las autoridades han concedido una mayor importancia al equilibrio en el corto plazo de la balanza de capital con el exterior, dejando en segundo lugar el equilibrio de la balanza comercial, así como por la afluencia de flujos de capital extranjero que entran al país atraídos por altas tasas de interés que las autoridades de Banxico se han encargado de garantizar a los inversionistas extranjeros.

Bajo este contexto, las tasas reales de interés son utilizadas como un mecanismo estabilizador del tipo de cambio y de la balanza de pagos, por lo

que deja de ser una variable interna para convertirse en un instrumento de ajuste de los movimientos internacionales de capital. Por tal motivo, en mercados financieros tan poco desarrollados como el nuestro, la estabilidad de la balanza de pagos por medio de esta variable, así como la atracción de inversión extranjera de cartera, han provocado (como ya especificamos) un incremento de la deuda pública interna la cual deja de responder a las necesidades de financiamiento del déficit público, por lo que se convierte en un instrumento más de política monetaria.

Es decir, se repiten los esquemas utilizados en el periodo anterior a la crisis para el control del tipo de cambio así como para la captación y retención de capital extranjero teniendo obviamente los efectos negativos sobre la economía, en especial sobre la esfera productiva nacional afectando sus niveles de competitividad, estabilidad y acumulación, agravándose así el desequilibrio externo. Igualmente se acrecienta la incertidumbre inhibiendo la inversión, en especial la inversión productiva, impidiendo resolver los problemas de cartera vencida y propiciando la asignación de recursos a favor del sector financiero especulativo, en perjuicio del productivo.

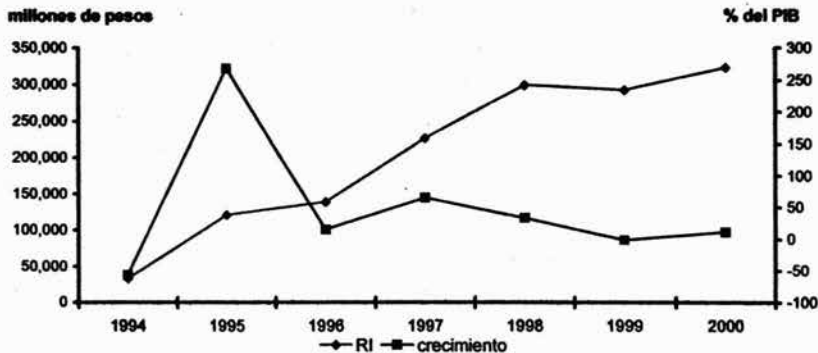
Por otro lado, nuestro periodo de estudio se caracterizó por una acumulación significativa de reservas internacionales (RI), la cual empezó a tener un ritmo creciente a partir de 1995, exceptuando 1999 año en el cual se registró una caída en su ritmo de crecimiento de un 2.13%. Ante la eminente crisis, Banxico se vio en la necesidad de reducir significativamente sus RI de 76,211 mp en 1993 a 32,739 mp en 1994, con el objeto de defender la banda de flotación y como consecuencia de la caída de la entrada de capital extranjero. Para esto, la política utilizada por Banxico consistió en inyectar recursos al sistema a través de operaciones monetarias compensatorias para evitar la contracción de la base monetaria, sin embargo, a pesar que estas medidas contribuyeron a disminuir la volatilidad de las tasas de interés, la expansión monetaria (cuyo crecimiento fue de 20.64%) terminó por intensificar la caída de las RI. Esta contracción fue compensada por cambios en el nivel de crédito interno, el cual se vio incrementado de -29,018 mp en 1993 a 24,196 mp en 1994 (Pavón, 1997).

Banco de México argumenta que para poder cubrir las obligaciones financieras de corto plazo del sector público y de esta forma mejorar las condiciones de acceso de México a los mercados internacionales de capital fue necesaria la presencia de RI altas. Por tanto estas se han visto incrementadas a partir de 1995 de un 9.78% con respecto al PIB hasta un 20.11% en el 2000, no como resultado de intervenciones activas del banco central en el mercado de divisas dada la libre flotación cambiaria, sino a través de dos mecanismos:

1. Por medio del establecimiento de un mecanismo de opciones y subastas con montos predeterminados, mediante los cuales el sector privado podía comprar o vender determinada cantidad de divisas al Banco de México.
2. Mediante operaciones de cambio asociadas a ingresos en divisas del sector público, principalmente ingresos petroleros de PEMEX y colocaciones de deuda denominada en moneda extranjera.

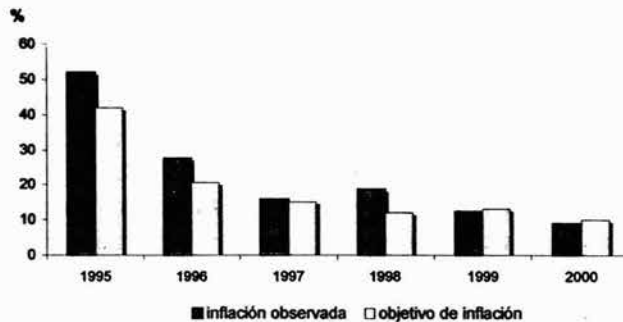
La evolución de las reservas internacionales se resume en la gráfica 4.8:

**Gráfica 4.8**  
Evolución de las reservas internacionales



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico

**Gráfica 4.9**  
Objetivos de inflación



Fuente: Elaboración propia con base a los datos del anexo estadístico.

Por otro lado, para concluir este apartado, la política monetaria durante este periodo estableció una estrategia desinflacionaria bajo un régimen de tipo de cambio flexible con la utilización de políticas basadas en un principio en agregados monetarios y posteriormente en objetivos de inflación, por lo que el

compromiso del banco central de reaccionar para garantizar el cumplimiento de los objetivos inflacionarios se convierte en el ancla nominal del sistema. La evolución de la inflación observada con respecto a los objetivos plantados por las autoridades del banco central y hacendarias se pueden ver en la gráfica 4.9.

#### **4.5 Una política monetaria alternativa para México.**

Después de la crisis de 1995, la estrategia macroeconómica predominante ha dado una mayor importancia a una política de estabilización basada en el combate a la inflación y en consecuencia, en la utilización de una política monetaria contractiva que favorece la apreciación cambiaria (al ser utilizado en tipo de cambio nuevamente como ancla de los precios) y altas tasas de interés, en conjunto con políticas de liberalización económica, disciplina fiscal y crediticia que por ser consideradas necesarias para promover la entrada de flujos de capital financiero internacional, no han configurado las condiciones macroeconómicas ni financieras para poder garantizar el crecimiento sostenido en la economía.

Anteriormente especificamos que las autoridades monetarias consideran que la política monetaria encaminada a la contención de la inflación no constituye un fin sino un medio para contribuir al logro del crecimiento sostenido y de pleno empleo, donde tal estabilidad de precios es solo una condición necesaria mas no suficiente capaz de generar las condiciones adecuadas para el sano desarrollo de las políticas económicas adoptadas por el Estado. Sin embargo, pese a que se cumple el objetivo de reducir el nivel de precios alcanzando al mismo tiempo un crecimiento positivo, es un hecho que no se logra generar tales condiciones.

Concordando con Calva, la eficiencia de una estrategia integral de estabilización económica no puede determinarse por su éxito en el abatimiento de la inflación, sino que también por otros factores, como es que no se realice a costa de una recesión, que no se generen desequilibrios en el sector externo y que los costos asociados al proceso de estabilización se distribuyan de forma equitativa. Por tanto, dada la evidencia la estrategia llevada a cabo durante los últimos años en realidad ha sido ineficiente, en especial la política monetaria, porque no ha logrado alcanzar niveles de inflación de manera sostenible, además que no ha generado las condiciones monetarias y financieras apropiadas para alcanzar el crecimiento de la economía, sin contar que en realidad la estabilidad de precios se ha convertido en un fin y no en un medio como las autoridades del banco central se han empeñado en hacernos creer.

No hay que perder de vista que en efecto, la estabilidad de precios al crear un entorno de certidumbre origina condiciones favorables para el sano

crecimiento económico, por lo que en todo programa de desarrollo económico constituye uno de sus ejes centrales, siendo la política monetaria la encargada de arribar a tal objetivo. El tratar de reducir la inflación de una economía es sano si se trata de evitar distorsiones en el sistema de precios relativos creando con ello certidumbre al sistema, pero otra cosa muy distinta es tratar de lograrlo a niveles que serían perjudiciales a la economía, haciéndola sacrificar más de lo que ganaría con una política de baja inflación. Actualmente es más costoso para México una política desinflacionaria que los mismos costos generados por la inflación.

El que Banco de México solo se preocupe por alcanzar la estabilidad de precios trae como consecuencia que deje de haber una política monetaria para el crecimiento, y en la medida que exista una libre movilidad de capitales así como una libre convertibilidad, tal situación no cambiará del todo. Sin embargo, estos problemas no son producto de la forma en como ha sido manejada la política monetaria en los últimos años, sino que tienen más bien un problema de orden estructural el cual solo podrá ser resuelto en la medida que haya realmente un cambio en la política económica actual por una que esté a favor de las demandas nacionales de empleo y bienestar (lo cual estaría en contra del sector financiero internacional).

Por estas razones es necesario que el banco central lleve a cabo un replanteamiento de sus objetivos de política monetaria que le permita tener un mayor margen de maniobra para aplicar una política anticíclica, permitiendo de esta forma subsanar dentro de sus posibilidades algunos de los principales problemas macroeconómicos. Por tanto, Banxico debe de continuar con su política de control de precios, sin embargo esta no debe basarse en el manejo de una política monetaria restrictiva que utiliza el tipo de cambio como ancla de los precios y mucho menos debe de constituir el fin último del instituto emisor, sino que es necesario que las estrategias aplicadas a tal objetivo sean un poco más flexibles, permitiendo incluso ciertos niveles de inflación, obviamente de manera controlada y con el empleo de un tipo de cambio real competitivo. Las políticas económicas más indicadas para combatir la inflación son aquellas que están encaminadas a impulsar el desarrollo económico, y no solo en tratar de contenerla temporalmente como se ha estado manejando a través de la política monetaria y fiscal restrictiva. Al respecto Kalecki nos dice:

“Las presiones inflacionistas que experimenta la economía en el curso del desarrollo económico rápido se originan en desequilibrios básicos en las relaciones de producción. Por consiguiente, estas presiones no pueden evitarse o neutralizarse

por medio puramente financieros, sino por medidas de política económica que abarquen todo el proceso de desarrollo”.<sup>28</sup>

Por tanto, la política monetaria debe arribar a una política de estabilidad de precios con desarrollo económico y conservación del equilibrio externo y un sistema financiero sólido, es decir, debe asignar la misma importancia al control de la inflación así como al crecimiento económico, a través del cual, como veremos más adelante, puede ser fomentado por medio de distintos mecanismos que el banco central tiene bajo su mando.

Cabe aclarar que la política monetaria puede cooperar para corregir esta situación, pero no lo hará todo por sí misma por las razones arriba expuestas. Es aquí donde la política cambiaria interviene gracias a que también ejerce una fuerte influencia sobre el nivel de precios, es decir, ésta se vincula estrechamente a la evolución del tipo de cambio nominal, por lo que es necesario que ambas políticas actúen coordinadamente, en conciliación con la política fiscal, exterior, comercial y salarial.

Es indispensable que además de una revisión del papel de Banco de México, también se realice un examen en cuanto a su autonomía, debido a que cualquier medida adoptada por las autoridades monetarias está íntimamente relacionada con las decisiones de política económica del Ejecutivo, la cual debe ajustarse a las nuevas condiciones que marca el modelo macroeconómico en México y al mantenimiento de una estabilidad monetaria y cambiaria a través de políticas de corte restrictivo.

Asimismo, la independencia del banco central no debe solo centrarse en el establecimiento de límites al financiamiento que este pueda otorgar al gobierno federal<sup>29</sup>, sino que también es necesario que el instituto emisor tenga prohibido otorgar financiamiento especial (por encima de los depósitos constituidos con fines de regulación monetaria) con el objeto de mantener en niveles adecuados las reservas internacionales. De esta manera se limita aún más el crédito interno de Banco de México al gobierno (Mantey, 1998).

La dependencia con respecto al Gobierno Federal también la podemos observar en la separación funcional que existe en la formulación de la política monetaria con respecto a la política cambiaria, ya que esta última es dirigida por el Ejecutivo Federal, específicamente por la Comisión de Cambios, encomendando únicamente su instrumentación al Banco de México. Es decir, bajo este esquema las decisiones de política cambiaria corresponden

<sup>28</sup> Cita tomada del libro “El problema del financiamiento del desarrollo económico”, Trimestre económico, Vol. XXI, núm. 4, octubre- diciembre de 1954, México, FCE.

<sup>29</sup> El cual no debe exceder el equivalente al 1.5% de las erogaciones del gobierno previstas en el presupuesto de egresos de la Federación.

exclusivamente al gobierno federal, argumentando para tal efecto la estrecha relación que existe entre la política cambiaria con respecto a otros aspectos de la política económica (Ortiz, 1993). Por consiguiente, es necesario que el banco central tenga también bajo su control la política cambiaria, para que en forma conjunta y acorde a las posibilidades y alcances que ambas políticas tienen, aspiren a una política monetaria que ejerza plenamente su autonomía y por ende sea más eficiente.

Entrando en materia cambiaria, es indispensable que esta a parte de contribuir en la estabilización de precios, se convierta en un instrumento activo que ayude a mantener el desequilibrio externo y fiscal dentro de ciertos límites, donde al mismo tiempo funja como instrumento de política a favor del sector productivo con el objetivo de impulsar una mayor integración interna, teniendo como resultante una menor dependencia con respecto al capital extranjero, el cual es un factor que distorsiona el tipo de cambio real al favorecer una asignación de recursos ineficiente.

En resumen, los propósitos de mantener un tipo de cambio competitivo son:

- Generar un estímulo permanente en las exportaciones y en la sustitución de importaciones.
- Evitar ciclos especulativos generados por el deterioro de la bcc que conducen a crisis cambiarias con sus respectivos efectos en la actividad económica, fragilidad de las instituciones financieras y sobreendeudamiento público<sup>30</sup>.

Hay que aclarar que la política cambiaria deberá de ayudar a la estabilidad de precios, pero no será su objetivo prioritario, ya que este se orientará también al logro de un equilibrio sostenible del sector externo y al incremento de la competitividad de la esfera productiva. Así, la estrategia propuesta en esta investigación establece que el replanteamiento de objetivos de Banxico debe de dar una ponderación igual a la estabilidad del nivel

<sup>30</sup> El sobreendeudamiento público es una de las consecuencias principales de las medidas de política económica actuales. Esto se debe en primer lugar a que la deuda pública tiende a crecer ante el incremento de las tasas de interés. Asimismo y conforme con Mantey (1998), su incremento es consecuencia de las operaciones de esterilización con la colocación de valores gubernamentales que las autoridades del banco central efectúan con el fin de estabilizar la balanza de pagos. Cuando se presentan signos de inestabilidad cambiaria, el endeudamiento público externo aumenta por las garantías gubernamentales que exige la banca internacional para sostener líneas de crédito interbancarias. Una vez manifestada la crisis y el riesgo sistémico, la deuda pública alcanza su máximo nivel debido al fuerte incremento de la cartera vencida, así como al rescate bancario.

general de precios, al crecimiento económico, a la competitividad del país con respecto al exterior y a la solidez de un sistema bancario.

Por consiguiente es preciso el uso de un tipo de cambio realmente competitivo que evite tanto la sobrevaluación como la subvaluación de la moneda. Para alcanzar lo anterior, Banxico seguirá utilizando el régimen de libre flotación, sin embargo, este tendrá algunos cambios. En primer lugar es necesario establecer un tipo de cambio de equilibrio el cual deberá prestarse como piso cambiario, donde Banco de México seguirá interviniendo<sup>31</sup> cuando el precio del dólar (tipo de cambio nominal) baje del piso de equilibrio cambiario poniendo en riesgo el nivel del peso en relación con los objetivos de política económica.

El piso de equilibrio cambiario será ajustado acorde a la diferencia de la relación precios- costos internos de México con respecto a Estados Unidos, tratando de esta forma aislar el movimiento de capitales financieros de corto plazo que sobrevalúan el tipo de cambio. El tipo de cambio de equilibrio es definido por Calva como la paridad peso/dólar estadounidense que se obtiene cuando la balanza comercial sin maquila está en equilibrio y no hay ingresos petroleros extraordinarios, por tanto, la esfera productiva a este nivel de tipo de cambio se considera competitiva con respecto al exterior. De esta manera podemos concluir que el tipo de cambio real para poder considerarlo como competitivo debe moverse sobre la base de la balanza comercial y de la diferencia entre las tasas de inflación de México y de Estados Unidos, garantizado de este modo el lograr mantener el equilibrio de las cuentas del exterior.

La búsqueda de un tipo de cambio de equilibrio debe ir acompañado de una política monetaria menos restrictiva que evite el uso de tasas reales de interés altas, permitiendo romper finalmente con el círculo vicioso entre interés-sobrevaluación-crisis externa.

La pregunta aquí es ¿Qué tan laxa debe ser la política monetaria? Con la puesta en marcha del régimen de encaje promedio cero, Banco de México ha orientado la política monetaria del establecimiento de un nivel específico de tasa de interés hacia la determinación de la cantidad de dinero a través del manejo de la base monetaria, específicamente mediante el manejo de su crédito interno, usando como principal instrumento las operaciones de mercado abierto.

Independientemente de la corriente teórica en que pensemos, el dinero juega un papel muy importante en la economía, ya sea como medio de cambio, depósito de valor, unidad de cuenta o patrón de pago diferido, cuyo

<sup>31</sup> A través de la compra y venta de dólares, fortaleciendo al mismo tiempo sus reservas internacionales.



efecto permite al menos en el corto plazo afectar de manera directa y positiva en la demanda agregada y por ende en el crecimiento económico, pero no en el largo plazo (de modo que el dinero, en el largo plazo, es neutral). En general el debate teórico entorno el dinero se centra en cuanto a la magnitud y la conveniencia de los efectos a corto plazo de la política monetaria sobre las tasas de interés real, PIB, desempleo, y otras variables, es decir, en los mecanismos que permiten combatir la inflación, por tanto, al estar dicho debate fuera del alcance de esta tesis no será abordado.

El impacto final del dinero en la economía será un incremento en el nivel de precios, esto explica que bajo este contexto las autoridades monetarias y del gobierno federal tengan como principal preocupación las consecuencias que una política monetaria expansiva aunque sea a niveles mínimos pueda tener sobre los niveles de inflación, por lo tanto, se opta por la política contraria ocasionando que el logro del objetivo inflacionario no se vea afectado.

El hecho de que Banxico haya decidido optar por una política de reducción de inflación es comprensible, si tomamos en cuenta los fuertes procesos inflacionarios por los que ha atravesado México durante los últimos años, sin embargo, la estrategia empleada para su contención no está sustentada sobre bases internas sólidas que garanticen una estabilidad de precios a largo plazo, siendo estos procesos inflacionarios producto de la propia política económica instrumentada a favor del capital financiero y de la inserción de México en un mundo globalizado.

La evidencia empírica de países como Chile<sup>32</sup>, nos muestra que una moderada inflación puede ser congruente con el tan anhelado crecimiento económico, por lo que coincidiendo con Calva, para el caso mexicano esto puede ser factible, por lo que es preciso contar con un tipo de cambio que sea competitivo y que la tasa de inflación sea más o menos estable, de manera que ante la presencia de un ajuste cambiario sea viable evitar los efectos recesivos causados por el ajuste de precios relativos.

Así, es posible que ante presiones inflacionarias se evite una sobre-reacción por parte de las autoridades del banco central y de la Secretaría de Hacienda en cuanto a una mayor restricción en sus políticas, lo cual viene a afectar negativamente la demanda agregada y al crecimiento económico del país.

De esta forma se dispondría de una política monetaria y cambiaria que permitiría a la esfera productiva tener un nivel de competitividad sostenible

<sup>32</sup> El crecimiento de Chile durante el periodo 1990-1995 fue de un 7.3% con una inflación de dos dígitos (14.7% anual, mientras que para el periodo 1987-1989 el crecimiento fue del 7.7% anual con una inflación del 18.5%. (Calva)

que estimule el crecimiento de sus exportaciones con el consiguiente decremento de las importaciones y del gasto con el exterior, evitando así el continuo crecimiento del déficit en la bcc que ha caracterizado en los últimos años a la economía mexicana, contribuyendo a tener una mayor articulación de la esfera productiva mexicana con la consiguiente disminución de los requerimientos de entrada de capitales extranjeros protegiendo así a la industria interna y al sector externo. Asimismo permitirá reducir la incertidumbre que tanto ha contribuido a la generación de ataques especulativos contra el peso, generando bases más sólidas y realistas para el control de la inflación, así como para el crecimiento económico.

En países como México que requieren de la presencia de capital extranjero para expandir su capacidad productiva debido a su creciente desarticulación y dadas las condiciones de apertura y liberalización comercial, es imprescindible llevar a cabo reformas que permitan tener una menor dependencia financiera externa. No hay que olvidar que las mayores crisis financieras en la balanza de pagos son precedidas por fuertes incrementos en las tasas de interés internacionales, así como por una sobrevaluación cambiaria resultado de la competencia entre las economías de países emergentes por atraer capitales, por lo cual tratan de proporcionar las mejores condiciones de confianza y rentabilidad.

En la medida que se alcance una menor dependencia del financiamiento externo, será posible elevar el ahorro interno, así como reducir la exposición al riesgo que los agentes económicos participantes en el mercado de dinero y de capitales tienen que asumir. De este modo será posible eliminar factores que presionarían a la balanza de pagos como sería el encarecimiento de la deuda pública externa, la falta de recursos para su financiamiento y el refinanciamiento de los vencimientos.

No hay que olvidar que esta idea no implica evitar la entrada de ahorro externo al país ya que no es posible pasar por alto los compromisos adquiridos en el ámbito comercial y libre movilidad de capitales con el exterior, sin embargo, los flujos de capital de cartera deberán arribar al país como resultado de una economía fuerte y no en búsqueda de premios extraordinarios basados en un tipo de cambio sobrevaluado y altas tasas de interés.

La disminución de la dependencia financiera entraña su racionalización. En primer lugar es preciso compatibilizar su entrada al país con los objetivos macroeconómicos (competitividad del tipo de cambio, estabilidad de precios y tasas de interés óptimas), es decir, se debe orientar la captación de ahorro externo vía inversión extranjera directa hacia sectores productivos estratégicos de manera que contribuya a la reactivación de la esfera productiva en vez de constituir solo un factor de ajuste de las cuentas externas. Asimismo es

importante regular los movimientos de capital especulativo, con el propósito de que el banco central pueda salvaguardar la estabilidad del sector bancario y consolidar el financiamiento para el desarrollo<sup>33</sup>, por lo cual es necesario alargar los plazos de entrada de capitales, es decir, el financiamiento externo no debería ser de corto plazo, si se quiere evitar el establecimiento de altas tasas de interés y por tanto de prácticas especulativas.

Sin embargo, para que esta estrategia de resultado la economía mexicana debe de ofrecer las condiciones apropiadas de rentabilidad en el sector productivo y estabilidad cambiaria sobre la base de un mercado interno sólido y un sector externo eficiente<sup>34</sup>. En la medida que se logre reducir la dependencia de ingresos de capitales extranjeros será posible retomar no solo el manejo de la política monetaria y cambiaria, sino también de la política crediticia y fiscal para el crecimiento.

Mantey (1999) infiere que las imperfecciones del mercado financiero, en especial la segmentación del mercado de capitales ha traído serios problemas a la economía mexicana en materia de crecimiento y costo fiscal.

Por un lado la falta de competitividad de la banca comercial ha constituido una traba para el ahorro interno, trayendo como consecuencia una mayor compra de activos financieros denominados en moneda extranjera, en detrimento de los recursos reales captados por la banca a causa del bajo nivel de las tasas de depósitos, las cuales están por debajo de las tasas de interés de un mercado competitivo.

Paralelamente, con el objeto de retener los capitales extranjeros en el país, Banxico interviene mediante la colocación de valores gubernamentales a

<sup>33</sup> Para alcanzar lo anterior se requiere un sistema bancario eficientemente regulado y supervisado.

<sup>34</sup> Contar con sector externo eficiente involucra un replanteamiento de la apertura externa mediante una mayor regulación de los movimientos de capitales y mercancías, y de los mercados financieros, con el objeto de disminuir las presiones sobre las importaciones y las acciones especulativas que tanto daño hacen a nuestras cuentas externas, al tipo de cambio y al sector financiero. En cuanto al primer punto, es necesaria una política comercial activa que actúe como promotora del desarrollo en especial del sector industrial. Sin abandonar la apertura externa y la negociación de acuerdos de integración con otros países, México debe de hacer uso de acciones a las cuales se tienen derecho en el TLCAN así como parte contratante de la OMC como son: aranceles, normas técnicas, salvaguardas y disposiciones contra prácticas desleales de comercio, así como órdenes de mercadeo y restricciones cuantitativas. Asimismo es necesaria su renegociación (en especial en aquellos sectores afectados negativamente por la apertura comercial, así como una regulación estricta del mercado de trabajo), teniendo como objetivo reducir las asimetrías que existen entre México y sus dos principales socios comerciales. Así, es posible racionalizar la apertura comercial, la cual como especificamos anteriormente debe de subordinarse a una política industrial. Estas políticas deben de realizarse acorde a la revisión del pago del servicio de la deuda externa.

través de sus operaciones de mercado abierto aumentando por tanto el costo fiscal al crearse un crédito interno negativo al ser depositados tales recursos en las cuentas del banco central. De igual forma, la demanda de valores gubernamentales por parte de la banca se ve incrementada, obligando a las autoridades del instituto emisor a intervenir para evitar una caída no programada de las tasas de interés.

De acuerdo con lo anterior, el endeudamiento público con fines de regulación monetaria provoca una racionalización del crédito bancario, así como una menor capacidad del gobierno federal para estimular la demanda agregada.

Esta estructura tiene lugar gracias a la presencia de un sistema bancario oligopólico en el cual la colocación de valores gubernamentales se efectúa en un mercado mayorista donde solo los intermediarios financieros tienen la posibilidad de participar bajo subasta, generando un margen financiero libre de riesgo debido a que los rendimientos ofrecidos de los valores gubernamentales son más altos que los ofrecidos por los depósitos bancarios, por lo que estos tienen pocos incentivos de colocar títulos de deuda indirecta en el mercado de valores a fin de otorgar recursos de financiamiento de largo plazo, en especial a pequeñas y medianas empresas, dejándolas fuera de cualquier oportunidad de acceso al mercado de capitales, limitándose a la oferta de valores privados en papel comercial de corto plazo y participaciones de capital de empresas más grandes.

Mantey (1996) nos dice que para que un sistema bancario sea realmente competitivo la estructura de tasas de interés debe de ser de forma tal que la tasa de interés interbancaria sea mayor que la tasa de depósitos bancarios, y esta a su vez mayor que la tasa del activo libre de riesgo (o valores gubernamentales a corto plazo que en nuestro caso es la tasa Cete)<sup>35</sup>. Sin embargo, en México esta estructura no se ha cumplido puesto que la tasa interbancaria es superior a la tasa interés de los valores gubernamentales (aunque mantienen un diferencial estrecho), la cual a su vez es superior a la tasa de depósitos bancarios<sup>36</sup>. Y es precisamente este diferencial entre las tasas

<sup>35</sup> Esta estructura está hecha de forma tal que permita desalentar a los bancos comerciales a acudir al prestamista de última instancia debido a una tasa interbancaria mayor. Al mismo tiempo permite remunerar el mayor grado de riesgo que representa la tasa sobre depósitos bancarios con respecto a la tasa de Cetes.

<sup>36</sup> Cabe destacar que un banco central autónomo, al establecer un nivel adecuado de reservas internacionales, primero determina la tasa de interés de las reservas del banco central o interbancaria, para influir a través de esta sobre la tasa Cete y otras del mercado, sin embargo, la estructura para la determinación de la tasa de interés en México se da de otra forma, puesto que una vez establecido el nivel de reservas internacionales, primero se establece el nivel de deuda pública destinada a su financiamiento, la cual a su vez determina la tasa de mercado (o

de interés sobre depósitos bancarios y los rendimientos que ofrecen los valores gubernamentales lo que ha permitido a las instituciones bancarias obtener un mayor ingreso neto sin riesgo, y si consideramos que la tasa Cete es la tasa de interés del mercado, se incurre en un ingreso monopólico por el lugar estratégico que ocupa el sistema bancario.

Lo anterior es producto no solo de la segmentación del mercado financiero sino también se le atribuye a la desregulación bancaria (liberación de las tasas de interés y supresión del encaje legal), así como del movimiento de capitales internacionales, lo que ha venido ocasionando que los intermediarios financieros se fondeen en el exterior a bajas tasas de interés. Acorde con Mantey, esta práctica ha permitido que la banca eluda las restricciones que el propio instituto emisor establece a través de la tasa de fondeo interno a la vez que ha obtenido grandes ganancias gracias al amplio margen de intermediación generado.

A través de una política monetaria encaminada a la estabilidad del tipo de cambio nominal, Banxico ha creado incentivos a los bancos comerciales a diversificar sus fuentes de fondeo, principalmente con el exterior, debido a que al ofrecer altas tasas de interés, incrementa el margen financiero. Paralelamente el capital extranjero que entra al país en busca de un alto rendimiento y bajo riesgo cambiario provoca la expansión del crédito interno creando a su vez presiones sobre la deuda pública interna, por lo que el gobierno tiene que emitir Cetes para neutralizar el impacto inflacionario que dicha entrada puede provocar, por ello el gobierno actúa como emisor de última instancia.

Entre las medidas que pueden ayudar a evitar tal situación podemos mencionar el suprimir el subsidio que el gobierno federal le otorga al banco central para el manejo y control de la acumulación de reservas internacionales. Paralelamente someter a regulaciones prudenciales los márgenes de intermediación bancaria, mediante la supervisión de los diferenciales existentes entre las tasas de depósitos y las de préstamo, estableciendo un tope máximo a dichos márgenes.

Además, resulta conveniente abrir el mercado de valores gubernamentales al mercado minorista (pequeño inversionista), con el objetivo de inducir a los bancos comerciales a ofrecer mejores tasas de rendimientos por los depósitos recibidos en vez de basar su rentabilidad en la ampliación de márgenes de intermediación. Esta apertura tendrá que ser complementada por una mayor utilización de la tasa de interés interbancaria y

---

de valores gubernamentales), y en base a esta la tasa de interés interbancaria (Mantey, 1996). Por tanto, Banco de México (a través del corto) aproxima las tasas de fondeo y la interbancaria a la tasa líder, con el objeto de reducir la volatilidad de las tasas de interés del mercado.

el sistema de “cortos”, con el fin de presionar a los bancos comerciales a incrementar las tasas de interés pasivas. Ante la menor demanda de valores gubernamentales, la tasa de interés disminuirían por lo que se lograría alcanzar que las tasas de interés en México se determinen específicamente por su exposición al riesgo.

Para lograr la reducción del margen financiero libre de riesgo en caso de que las imperfecciones del mercado bancario no puedan ser solucionadas satisfactoriamente, es que Banxico maneje nuevamente las tasas de interés pasivas, permitiendo que las demás tasas del mercado se determinen libremente. En la medida que se logre lo anterior se podrá incentivar a la banca comercial a destinar una mayor parte de sus recursos al crédito en actividades productivas.

Uno de los fundamentos teóricos en los cuales se basa el proceso de desregulación financiera nos dice que la presencia del gobierno es innecesaria y por consiguiente costosa porque los mercados privados de capitales son eficientes por sí mismos. Al respecto, es un hecho que este argumento ha tenido una grande influencia sobre la forma de instrumentación de la política monetaria, ya que se transitó de un mecanismo donde el banco central tenía el control directo sobre la liquidez del sistema, ya sea a través del encaje legal, de los requerimientos de reserva, de las ventanillas de descuento, los topes a las tasas de interés, etc., hacia la mayor utilización de mecanismos de mercado<sup>37</sup>, en especial de las OMA, perdiéndose así el control directo que las autoridades monetarias podían ejercer sobre la expansión del crédito, no obstante su relevancia macroeconómica y microeconómica.

Es decir, los procesos de desregulación y apertura de los sistemas financieros, al permitir a las instituciones de crédito tener acceso a otras fuentes de fondeo así como a la gestión de pasivos, han ocasionado que los bancos centrales pierdan la capacidad de influir en las condiciones de liquidez de la economía, particularmente cuando la política monetaria se instrumenta a través de la oferta de reservas al sistema bancario y por el uso de OMA.

En cuanto a las OMA, el manejo de las tasas de interés por medio de dicho instrumento ha resultado ser insuficiente para controlar totalmente el dinero bancario, así como para regular la liquidez interna (si tomamos en cuenta los problemas de riesgo moral y selección adversa). Ante la presencia de incertidumbre con respecto a las expectativas a futuro del nivel de las tasas de interés o de alguna crisis de liquidez, las instituciones bancarias se comportan de acuerdo a sus intereses tratando de manipular las tasas de interés, provocando inestabilidad en la demanda por parte de la banca de

<sup>37</sup> Sin ningún instrumento encargado de controlar la cantidad de dinero en circulación ya que esta mantendría una estable relación con la oferta de base monetaria.

dinero primario y por ende una gran volatilidad de las tasas de interés con su efecto desestabilizador en el mercado de divisas y en la demanda interna. Bajo estas condiciones los instrumentos de regulación de crédito tradicionales son más efectivos para el logro del objetivo del banco central, es decir, regresar a la utilización del sistema de encaje legal así como al uso del redescuento sería beneficioso para la economía.

Debemos recordar que el establecimiento del encaje legal tuvo como objetivo prioritario el garantizar que los bancos comerciales tuvieran un coeficiente de liquidez lo suficientemente desahogado para responder a los retiros que los depositantes pudieran realizar en cualquier momento, asegurando a la vez que la inversión obligatoria de una proporción de tales recursos en activos considerados como seguros (principalmente valores gubernamentales) contribuirían al mantenimiento de los fondos de los ahorradores. Por lo tanto, el cumplimiento de este tipo de mecanismo se convirtió en un importante indicador de la solidez financiera de la banca además que pasó a ser un instrumento macroeconómico capaz de regular el crédito en la economía acorde con los requerimientos de la misma.

El efecto inmediato a su supresión fue el contribuir a un incremento del crédito bancario, el cual tiene un fuerte vínculo con las crisis financieras (esto se comprobó con la crisis de 1994). La expansión del crédito puede presentarse aún bajo una eficiente supervisión reglamentaria debido a que generalmente este tipo de eventos se presenta durante periodos de expansión económica, donde al verse incrementada la rentabilidad de los prestatarios y por tanto su liquidez, aumenta su capacidad para otorgar prestamos, además de que los nuevos banqueros esperan ver rápidamente remunerada la inversión que efectuaron al comprar los bancos.

Lo anterior, aunado a un creciente proceso de selección adversa y riesgo moral incrementa el riesgo de cartera. Por tanto y como ya especificamos, los instrumentos tradiciones de política monetaria que pueden ser más eficientes para evitar este tipo de problemas es el encaje legal y los requisitos de liquidez.

Entre las principales ventajas que tendría la reutilización del encaje legal se encuentran:

- Contar con un importante indicador a nivel microeconómico de problemas de solvencia de los bancos, permitiéndole al banco central adoptar las medidas necesarias para su corrección;
- Evitar la presencia de sobreendeudamiento por parte de las empresas y los hogares, así como el de mantener como reserva legal una parte de la

cartera restructurable del Fobaproa, permitiendo así revalorar tales activos financieros reduciendo el costo fiscal del rescate bancario.

- Asegurar que los bancos comerciales mantengan una adecuada liquidez, puesto que esta variable constituye un indicador temprano de insolvencia.

Resulta importante subrayar que el nivel del coeficiente de liquidez deberá ser reglamentado y supervisado por las autoridades monetarias, debido a que si se delega a los bancos comerciales tales funciones se corre el riesgo de que estos tengan incentivos para elegir niveles subóptimos de liquidez, lo cual iría en contra del objetivo por el cual se vuelve a la utilización de este instrumento monetario.

En cuanto a la ampliación de las operaciones de redescuento, este mecanismo permitirá a los bancos a tener una fuente de liquidez rápida y económica, evitando prácticas de fondeo en el exterior, al mismo tiempo que se inducirá a estas instituciones financieras a apoyar mediante el otorgamiento de préstamos a actividades productivas. De esta forma se dispondrá de un vínculo entre la política monetaria y una política industrial activa.

Al proponer una política de tipo de cambio competitivo que encare la incertidumbre cambiaria así como el control de acciones especulativas, se configura las condiciones financieras funcionales para una política industrial y agropecuaria, y dada la fuerte interrelación entre el sector productivo y financiero, permitirá ofrecer condiciones crediticias a largo plazo, así como bajas tasas de interés tendiente a incrementar la inversión y por lo tanto la capacidad productiva. Solo en la medida que las tasas de interés dejen de servir como principal mecanismo de estabilización del tipo de cambio a través de su sobrevaluación con el objeto de atraer capital extranjero al país, será posible incentivar a la banca a central sus actividades hacia la producción. Es decir, es preciso establecer una política encaminada a proteger y desarrollar a la planta nacional, en vez de beneficiar a un pequeño grupo de inversionistas que son beneficiados con las políticas actuales.

Sin embargo, las ventajas propuestas por una política monetaria encaminada al crecimiento económico deberán consolidarse con una verdadera política industrial con objetivos a mediano y largo plazo, a través del establecimiento de mecanismos adecuados de fomento y estímulo tanto fiscales como crediticios, con acciones directas del Estado y la sociedad civil, en materia de educativa, tecnológica y de desarrollo de la infraestructura física, lo cual a su vez reclama la incorporación del sector agropecuario.

Un aspecto adicional de la estrategia arriba mencionada, es que nos permite desactivar ciertos riesgos de choque contra la balanza de pagos. Es



cierto que las autoridades no tienen control sobre variables claves de la economía, como las tasas de interés internacionales, los precios externos del petróleo, ni sobre la dirección de los flujos financieros internacionales, sin embargo, si tiene control sobre la balanza comercial, que cual aunada a un manejo correcto del tipo de cambio (lo cual nos garantizará la eliminación del factor de especulación monetaria, siendo el principal causante de desequilibrio externo por la fuga de capitales y causa principal de la gran volatilidad de inversión extranjera), y no olvidando introducir una serie de restricciones administrativas para la entrada y salida de inversión de cartera, podrá garantizar mejores condiciones para la absorción de los efectos que dichos choques pudieran traer a la economía.

#### 4.5.1 Conclusiones.

Del análisis anterior se pueden desprender varias conclusiones. A pesar de los problemas económicos y sociales ocasionados por el uso y abuso de políticas económicas aplicadas a partir de 1988 que culminaron en la crisis de 1994, se reitera la necesidad de operar bajo el mismo modelo económico, por lo que se reincide en los errores de antaño, perpetuando de esa forma los mismos problemas macroeconómicos estructurales y financieros que han impedido alcanzar una inflación estable a largo plazo y sobre todo un crecimiento económico sostenido.

Vimos que el mantener una política monetaria restrictiva obedece a la estrategia de política económica del gobierno, la cual dada la creciente importancia de la globalización y por consecuencia de la entrada de capitales, se ve subordinada a las condiciones que estos imponen. Es decir, gracias al proceso de liberalización financiera y por ende a la desregulación de los mercados financieros nacionales e internacionales se han incrementado de una manera impresionante los recursos financieros internacionales, al mismo tiempo que su volatilidad, subordinando a aquellas economías que dependen de dichos capitales para alcanzar el crecimiento, teniéndose que adaptar a las disposiciones que dicho entorno le señalan. Es por esta razón que la mayoría de los bancos centrales se han visto obligados a tener que equiparar sus políticas monetarias para alcanzar la estabilidad monetaria y cambiaria, de ahí se justifica la adopción de políticas contraccionistas encaminadas a asegurar la estabilidad monetaria y cambiaria y no tanto como argumentan las autoridades monetarias para "proteger el poder adquisitivo de la población", lo cual como podemos ver en el cuadro 1 del anexo no ha ocurrido, puesto que el salario real en México se ha venido deteriorando.

Por tanto, las autoridades monetarias justifican su postura restrictiva para reducir las presiones inflacionarias que tanto daño hacen a las raíces del crecimiento económico y al bienestar social, y aunque parecen argumentos muy sólidos resta decir que en realidad si el gobierno insiste y defiende este tipo de prácticas para combatir la inflación, y no solo me refiero en materia monetaria, obedece solo a un fin último, el cual es evitar presiones sobre el tipo de cambio nominal y, por lo tanto, asegurar las condiciones de valorización del capital financiero. Es decir, ante la falta de un ancla en el sistema monetario mundial, los tipos de cambio han quedado bajo el control del mercado, por tal motivo el mantenerlos dentro de ciertos límites estables se ha convertido en una prioridad para la mayoría de los bancos centrales, siendo el fin último evitar la presencia de prácticas especulativas que pudieran desestabilizar los mercados financieros y por ende sus economías.

La política monetaria restrictiva implementada en México durante nuestro periodo de estudio ha permitido alcanzar la tan deseada estabilidad monetaria que tanto las autoridades de Banco de México han pugnado, la cual de acuerdo a los discursos oficiales es considerada como medio y no como objetivo para crear las condiciones económicas y financieras apropiadas para alcanzar el crecimiento sostenido, y aunque estadísticamente los resultados han sido favorables, no es posible afirmar que tales condiciones existen, y mucho menos que estas puedan ser proporcionadas por una política monetaria contraccionista. Igualmente hemos visto que para Banco de México la estabilidad de la moneda en realidad no ha sido considerada del todo como un medio para alcanzar determinadas metas, ya que el manejo que hasta ahora ha realizado en realidad constituye un fin último.

Además, una política monetaria de altas tasas de interés así como de estabilidad monetaria y cambiaria, fomenta cada vez más la entrada de capitales, lo cual dadas las condiciones del país es necesaria para poder seguir financiando la estabilidad de la moneda, el desequilibrio externo y la cobertura del servicio de la deuda externa, provocando a su vez, una mayor inestabilidad económica debido a la alta volatilidad de dicho factor, por lo cual para aminorar sus efectos se ve acompañado nuevamente de una política monetaria aún más restrictiva que impide la utilización de una política fiscal expansiva tendiente a fomentar el crecimiento por medio de mecanismos endógenos.

Por tanto aún cuando el comportamiento de la economía mexicana ha presentado resultados positivos respecto al crecimiento e inflación, cada vez se hace más evidente la presencia de focos rojos, como la mayor dependencia a factores exógenos, tal es el caso de la demanda de exportaciones y el financiamiento externo.

El primero elemento está íntimamente ligado a la dinámica de crecimiento alcanzado por nuestro principal socio comercial, lo cual hace que tal dinámica esté sujeta a la vulnerabilidad del contexto internacional. Además, a pesar de el incremento en exportaciones, esto no ha venido a favorecer a toda la economía en su conjunto debido al alto coeficiente importando, por lo que solo algunos sectores realmente se han visto favorecidos, en especial, el sector maquilador.

El segundo punto depende de los niveles de rentabilidad y confianza que México y en general la mayoría de los países emergentes puedan otorgar. Esto implica la implementación de políticas restrictivas (no solo en materia monetaria) para reducir las presiones sobre la balanza de cuenta corriente y de capital de la balanza de pagos, evitando con esto amenazas devaluatorias (a pesar de contar con un tipo de cambio flexible determinado por el mercado) evidenciado fortaleza sobre la estabilidad de la moneda. Es decir, no se cuenta con los mecanismos internos (productivos, financieros y macroeconómicos) capaces de mantener una dinámica económica sostenida capaz de neutralizar los impactos negativos provenientes de la balanza de pagos, lo cual implica que nos encontremos en manos de factores exógenos para alcanzar la estabilidad económica.

Esta política de estabilización termina por lesionar la esfera productiva interna indispensable para el combate contra la inflación de forma sostenida, creando las condiciones para la presencia de crisis financieras recurrentes las cuales derrumbarían cualquier intento de crecimiento sostenido con estabilidad.

Durante el último decenio, ciertos elementos de la estrategia de política económica utilizada por el gobierno mexicano no han conducido a los resultados esperados. En especial la política monetaria con baja inflación, la cual ha sido sustentada por una política de sobrevaluación cambiaria (que como ya explicamos, no puede ser mantenida debido a las presiones que genera sobre el sector externo, la producción y el empleo), desregulación financiera y endeudamiento público externo con fines de estabilización monetaria.

Por tanto, la propuesta de política monetaria presentada en esta investigación tiene como finalidad generar las condiciones apropiadas para que México pueda crecer con una mayor equidad y estabilidad, sin dejar de lado los acuerdos de apertura comercial y libre movilidad de capitales internacionales. Entendiendo con ello que es propuesta económica que dentro de sus posibilidades, trata de evitar el libre juego de las fuerzas del mercado de una economía abierta.



Conclusiones

## Conclusiones

**A**ctualmente los límites y alcances de la política monetaria en poder de la banca central moderna se centran en la visión monetarista de que la inflación es en última instancia un fenómeno de carácter monetario, por lo que en el largo plazo solo puede afectar a variables nominales mas no reales; por tanto, la única contribución que puede hacer para el buen funcionamiento de la economía es garantizar la estabilidad de precios.

A raíz de tal argumento, es como la mayoría de los bancos centrales (y en particular México) determinan los lineamientos y alcances de su política monetaria, cuyo margen de acción se ve limitado al mediano y largo plazo.

La política monetaria en México, encaminada al logro de la reducción de la inflación puede ser considerada como exitosa en términos del modelo económico aplicado durante los últimos años, no obstante en términos de eficiencia económica se puede concluir que ha resultado lo contrario debido a que no se ha traducido en un mayor desarrollo económico, ni mucho menos en un mayor poder adquisitivo de los salarios reales, como las autoridades del Banco de México tratan de justificar ante la presencia de una política monetaria restrictiva.

Es decir, el mantenimiento de una política monetaria restrictiva ha obedecido a la estrategia de política económica del gobierno federal, la cual dadas las condiciones de desregulación financiera y la creciente necesidad de capitales del exterior para el financiamiento del proceso de liberalización económica, así como para el pago del servicio de la deuda externa, han colocado a las autoridades monetarias en la necesidad de crear las condiciones necesarias de estabilidad y rentabilidad para asegurar la permanencia de los capitales financieros en el país a través de una política monetaria encaminada a asegurar la estabilidad monetaria y cambiaria, a la par que ha sido sustentada en una política económica de sobrevaluación cambiaria, saneamiento de las finanzas públicas, reducción de los salarios mínimos reales y el crédito, así como de liberalización comercial y financiera generalizada.

Por consecuencia, la mayor utilización de políticas contraccionistas y de estabilidad monetario- cambiarias han conducido al deterioro cíclico de la balanza de pagos, en especial de la balanza de cuenta corriente (consecuencia no solo de una apertura comercial indiscriminada y una política de apreciación cambiaria, sino también de un sistema productivo desarticulado con baja inversión dirigida a la ampliación y mejoramiento de las técnicas productivas), ataques especulativos de la moneda, debilidad en el sistema bancario mexicano, sobreendeudamiento no solo del gobierno, sino también de agentes económicos privados, y principalmente se ha comprometido la capacidad productiva del país ante la presencia de un sistema productivo desarticulado y débil, con la consiguiente disminución en la generación de empleo y crecimiento económico. Lo anterior se traduce en la falta de los mecanismos endógenos necesarios para mantener una dinámica de crecimiento y baja inflación de forma sostenida capaz de hacer frente a cualquier embate tanto al exterior como al interior del país.

Asimismo, y como hemos venido afirmando es un hecho que la formulación de la estrategia de política monetaria en México ha tenido que ceñirse al otorgamiento de una estabilidad monetaria y cambiaria, es decir, a un modelo de crecimiento económico basado en el aprovechamiento del abundante pero a la vez volátil financiamiento internacional, lo cual solo evidencia su poca viabilidad en el mediano plazo, mostrándonos por consiguiente una disminución en el grado de acción de las autoridades monetarias para el diseño de una política monetaria encaminada al crecimiento económico.

Bajo este contexto, institucionalmente Banco de México ha efectuado una serie de transformaciones que tienen como objetivo garantizar el fortalecimiento de su credibilidad y buena reputación en el combate a la inflación. Lo anterior puede ser demostrado gracias a la autonomía que ahora nuevamente goza el banco central con respecto al Ejecutivo Federal, la cual le fue otorgada con el rango constitucional; sin embargo, si consideramos que uno de los requisitos indispensables del nuevo entorno macroeconómico (en especial de desregulación financiera mundial), es la estabilidad monetaria, tenemos que la adopción de dicho objetivo se debe a la necesidad de garantizar condiciones propicias al capital extranjero, dejando de lado otras responsabilidades que antaño

Banco de México tenía a su cargo, como el fomento al crecimiento económico.

Es preciso tomar en cuenta que la autonomía de la banca central constituye un instrumento institucional más, que puede ser utilizado para lograr una meta específica (en este caso un nivel determinado de inflación), y que no garantiza totalmente el logro de la misma, pues es preciso contar con un programa coherente de políticas macroeconómicas sumada a la debida participación de los distintos sectores de la sociedad.

En forma práctica, observando las experiencias de otros bancos centrales, se ha visto que para obtener un mayor grado de eficiencia en el manejo de la banca central, es necesario contar con el manejo amplio de la política monetaria y de su contraparte, que se encuentra representada por la política cambiaria. Cabe observar que la política cambiaria es una herramienta manejada por las entidades hacendarias, hecho que restringe la libre elección del instituto emisor para alcanzar sus metas. Paralelamente, Banco de México no es el órgano que determina las metas económicas para un año determinado sino que es el gobierno federal quien las determina. Si consideramos que Banco de México es autónomo, este forzosamente debe establecer sus propias metas sin ingerencia del gobierno, es decir, si Banxico señala que su objetivo prioritario es la estabilidad de los precios, necesariamente debe de determinar sus metas inflacionarias acorde a sus propias capacidades y el ejecutivo adaptarse a ellas.

Por tanto, la autonomía del Banco de México solo ha podido darse de una forma parcial, puesto que aún conserva diversas fallas que hacen que sus acciones se vean seriamente limitadas.

Ante esto la estrategia de política monetaria que se propone en este trabajo tiene como finalidad subsanar las deficiencias que a la luz de esta investigación sobresalen y las cuales han impedido alcanzar los beneficios de una política encausada no solo a la estabilidad de precios, sino que también compatibilice con el crecimiento económico y la soberanía nacional, sin perder de vista los compromisos adquiridos por el país en materia de apertura comercial y libre movilidad de capitales.

Es importante no olvidar que el problema no consiste en que si México debe o no insertarse a la globalización, sino como debe efectuarse y como el modelo económico a seguir debe de pasar de lo exterior y lo financiero, a lo nacional y lo productivo, en busca de

recuperar la soberanía en el manejo no solo de la política monetaria, sino también de la política económica en su conjunto.

La propuesta de política monetaria alternativa para el caso mexicano se resume en los siguientes puntos:

1. Replanteamiento de objetivos prioritarios de Banco de México, los cuales no solo deben de enfocarse al logro de la estabilidad monetaria, sino también en el desarrollo económico, competitividad del comercio exterior y del sistema financiero.
2. Lograr una eficiente autonomía de Banco de México en cualquier ámbito, en especial en materia cambiaria y hacendaria. Esto último se puede lograr regulando la cantidad de crédito que el gobierno puede otorgar a Banco de México con fines de regulación monetaria, con el objetivo de eliminar la dependencia del apoyo fiscal. Por el lado de la política cambiaria permitiéndole al banco central ejercer plenamente el control cambiario.
3. Política cambiaria activa, a través del mantenimiento de un tipo de cambio competitivo que fortalezca nuestras cuentas externas evitando la sobrevaluación cambiaria y por ende favorezca la planta productiva interna.
4. Disminución de la dependencia financiera externa, en especial a través de la orientación de la captación de ahorro externo vía inversión extranjera directa y de cartera hacia sectores productivos estratégicos de manera tal que contribuya a la reactivación de la esfera productiva, al tiempo que se introducen una serie de restricciones administrativas para la entrada y salida de capital especulativo internacional, así como el alargamiento de los plazos de dichos capitales.
5. Apertura del mercado de valores gubernamentales al mercado minorista con el objetivo de disminuir el margen de intermediación financiera generada por este, así como una regulación prudencial sobre dichos márgenes. En caso de que lo anterior no fuese



funcional se regrese al manejo por parte de Banco de México de las tasas de interés pasivas.

6. Reincorporación del sistema de encaje legal así como la ampliación de las operaciones de redescuento, lo cual permitiría contar con un banco central moderno pero a la vez activo pues nos permitiría a su vez poseer una política crediticia controlada hacia los sectores más necesitados. Tal es el caso de sector industrial y agropecuario.
7. Efectuar cambios a nivel institucional encaminados al fortalecimiento del Sistema Financiero Mexicano, en especial ante la volatilidad de los capitales externos de corto plazo.

Cabe recordar que la política monetaria en la medida de su propio marco de acción, puede contribuir al logro de un mayor desarrollo económico, sin embargo, para poder sostenerlo en el mediano y largo plazo, es necesaria la puesta en marcha de medidas estructurales que coadyuven a garantizar crecimiento económico sostenido sobre bases internas sólidas, sin embargo, la viabilidad de esta política alternativa también dependerá de una correlación de fuerzas políticas nacionales y mundiales que estén a favor de los intereses de nacionales y de la población en general, puesto que son los hombres el objetivo principal del desarrollo económico a la vez que son los principales actores para conseguirlo.

Es decir, se requiere de agentes sociales capaces de modificar el curso de los acontecimientos e ir en contra del sector financiero internacional, lo cual nos lleva a antepoarnos a aquellos agentes que comandan el proceso de globalización, lo que implica replantarnos el como insertarnos en tal proceso y por lo tanto a una fuerte lucha de intereses.



# Anexo Estadístico

**Cuadro 1**  
**Principales variables macroeconómicas.**  
**miles de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

AÑO	PIB 1/	TMC del PIB	INPC	Inflación Promedio Anual (%)	Tipo de cambio (pesos por dólar) 2/	Indice de Tipo de Cambio real 3/	Salario Mínimo Nominal	Salario Mínimo Real
1987	1,029,766,511		19.76	159.17	1.42	156.64	4.225	21.39
1988	1,042,981,103	1.28	42.31	51.66	2.28	129.66	7.218	17.06
1989	1,085,800,790	4.11	50.78	19.70	2.48	117.23	8.136	16.02
1990	1,141,999,324	5.18	64.31	29.93	2.82	116.59	9.347	14.53
1991	1,190,131,795	4.21	78.88	18.79	3.02	106.53	10.968	13.90
1992	1,232,275,581	3.54	91.11	11.94	3.10	100.00	12.084	13.26
1993	1,256,195,971	1.94	100.00	8.01	3.11	85.60	13.060	13.06
1994	1,312,200,430	4.46	106.97	7.05	3.50	88.42	13.970	13.06
1995	1,230,607,980	-6.22	144.40	51.97	6.49	136.52	16.428	11.38
1996	1,293,859,108	5.14	194.05	27.70	7.60	120.01	20.394	10.51
1997	1,381,525,171	6.78	234.07	15.72	7.92	100.07	24.300	10.38
1998	1,449,310,060	4.91	271.35	18.61	9.23	98.66	28.301	10.43
1999	1,503,499,597	3.74	316.36	12.32	9.57	90.58	31.910	10.09
2000	1,603,261,540	6.64	346.39	8.96	9.47	80.27	35.120	10.14

Nota: 1/ Producto interno bruto a precios constantes de 1993. Miles de pesos.  
2/ Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera. Cotizaciones promedio del mes, venta.  
3/ Se decide tomar el ITCR en base de 1992 por conveniencia metodológica  
4/ La productividad del trabajo se obtuvo mediante la división del PIB a precios de 1993 entre la Población Ocupada.  
TMC = Tasa media de crecimiento

Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes.  
Banco de información económica BIE, INEGI.  
Banco de México. Indicadores económicos  
Comisión Nacional de Salarios Mínimos

**Cuadro 2**  
**Principales variables macroeconómicas.**  
**miles de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

<b>AÑO</b>	<b>Inflacion observada</b>	<b>Objetivo de inflación</b>	<b>Objetivo de crecimiento de la base monetaria</b>	<b>Crecimiento observado de la base monetaria a/</b>	<b>Expectativas de inflación al inicio del año</b>
1995	51.97	42.0	29.1	17.3	29.9
1996	27.70	20.5	28.6	25.7	28.6
1997	15.72	15.0	24.5	29.6	18.2
1998	18.61	12.0	22.5	20.8	13.2
1999	12.32	13.0	18.1	43.5	16.5
2000	8.96	10.0	9.1	10.7	10.6

a/ A precios corrientes

Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes.  
 Banco de información económica BIE, INEGI.  
 Banco de México. Indicadores económicos

**Cuadro 3**  
**Coefficientes de ahorro e inversión**  
**Porcentajes del PIB**  
**millones de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

AÑO	Inversión 1/	Variación de Existencias	Ahorro interno 2/	Ahorro externo 3/	Ahorro externo/ ahorro total	Ahorro total
1987	14.92	0.55	18.54	-3.07	-1.88	15.46
1988	15.58	2.57	16.84	1.31	0.55	18.15
1989	15.83	1.79	14.98	2.64	1.23	17.63
1990	17.03	1.77	15.93	2.86	1.23	18.80
1991	18.14	1.68	15.13	4.68	2.05	19.82
1992	19.41	2.18	14.85	6.74	2.96	21.59
1993	18.56	2.44	15.21	5.79	2.85	21.00
1994	19.26	2.96	14.92	7.30	2.90	22.22
1995	14.58	0.83	14.85	0.56	0.13	15.41
1996	16.14	2.27	17.66	0.75	0.14	18.41
1997	18.30	3.23	19.62	1.91	0.33	21.53
1998	19.24	3.33	18.71	3.86	0.53	22.56
1999	19.97	2.64	19.70	2.91	0.43	22.61
2000	20.86	2.80	20.53	3.13	0.51	23.66

2/ Que por definición es el ahorro plasmado en inversión física

(Inversión bruta de capital fijo + variación de existencias - ahorro externo

3/ Déficit de cuenta corriente.

Fuente:

Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes:

Banco de información económica BIE, Sistemas de Cuantes nacionales. INEGI.

Banco de México. Indicadores económicos

**Cuadro 4**  
**Balanza de pagos de México**  
**miles de dólares a precios corrientes**  
**1987-2000**

AÑO	BC	BCC	XT	XCM	XSM	MT	BK	BR	BCCM	BCSM
1987	8,787,089	4,238,956	27,599,515	7,105,028	20,494,487	18,812,426	-1,188,829	-3,050,127	1,598,057	7,189,032
1988	2,609,529	-2,375,625	30,691,498	10,145,670	20,545,828	28,081,969	-443,856	2,819,483	2,337,415	272,114
1989	405,050	-5,821,213	35,171,046	12,328,926	22,842,120	34,765,996	2,074,721	3,746,492	3,000,836	-2,595,782
1990	-882,324	-7,451,040	40,710,936	13,872,504	26,838,432	41,593,252	8,114,587	-663,547	3,551,152	-4,433,476
1991	-7,279,040	-14,646,724	42,687,520	15,833,065	26,854,455	49,966,560	24,785,870	-10,139,146	4,050,622	-11,329,662
1992	-15,933,727	-24,438,478	46,195,623	18,680,054	27,515,569	62,129,350	26,485,808	-2,047,330	4,743,335	-20,677,062
1993	-13,480,577	-23,399,208	51,885,965	21,853,017	30,032,948	65,366,542	32,341,306	-8,942,098	5,410,054	-18,890,631
1994	-18,463,683	-29,661,959	60,882,213	26,269,246	34,612,972	79,345,901	14,975,647	14,686,312	5,803,079	-24,266,762
1995	7,088,485	-1,576,689	79,541,552	31,103,273	48,438,279	72,453,067	15,331,613	-13,754,924	4,924,465	2,164,020
1996	6,530,967	-2,507,635	95,999,736	36,920,320	59,079,416	89,468,769	4,327,244	-1,819,609	6,415,610	115,357
1997	623,590	-7,665,001	110,431,383	45,165,628	65,265,755	109,807,793	16,638,709	-8,973,708	8,833,526	-8,209,936
1998	-7,913,502	-16,072,398	117,459,557	53,083,109	64,376,448	125,373,059	18,638,806	-2,566,408	10,526,395	-18,439,897
1999	-5,583,661	-13,999,774	136,391,099	63,853,585	72,537,514	141,974,760	13,767,716	232,058	13,444,276	-19,027,937
2000	-8,002,993	-18,162,490	166,454,818	79,467,412	86,987,406	174,457,811	17,952,109	210,380	17,758,589	-25,761,582
1987-1994	-44,237,683	-103,555,291	335,824,316	126,087,510	209,736,811	380,061,996	107,145,252	-3,589,961	30,494,550	-74,732,229
1995-2000	-7,257,114	-59,983,987	706,278,145	309,593,327	396,684,818	713,535,259	86,656,197	-26,672,210	61,902,861	-69,159,975

Nota: La balanza de reservas se calculó por la diferencia  $bcK = -(bcc) - (br)$ . (Villarreal 2000)

BC balanza comercial  
 BCC Balanza de cuenta corriente  
 XT Exportaciones totales  
 XCM Exportaciones con maquila  
 XSM Exportaciones sin maquila  
 MT Importaciones totales  
 BK Balanza de capital  
 BR Balanza de reservas  
 BCCM Balanza comercial con maquila  
 BCSM Balanza comercial sin maquila

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

**Porcentaje del PIB**

1987	6.37	3.07	20.01	5.15	14.86	13.64	-0.86	-2.21	1.16	5.21
1988	1.44	-1.31	16.92	5.59	11.32	15.48	-0.24	1.55	1.29	0.15
1989	0.18	-2.64	15.98	5.60	10.38	15.79	0.94	1.70	1.36	-1.18
1990	-0.34	-2.86	15.65	5.33	10.31	15.98	3.12	-0.26	1.36	-1.70
1991	-2.33	-4.68	13.65	5.06	8.59	15.98	7.93	-3.24	1.30	-3.62
1992	-4.39	-6.74	12.74	5.15	7.59	17.14	7.31	-0.56	1.31	-5.70
1993	-3.34	-5.79	12.85	5.41	7.44	16.18	8.01	-2.21	1.34	-4.68
1994	-4.54	-7.30	14.98	6.47	8.52	19.53	3.69	3.61	1.43	-5.97
1995	2.50	-0.56	28.06	10.97	17.09	25.56	5.41	-4.85	1.74	0.76
1996	1.96	-0.75	28.83	11.09	17.74	26.87	1.30	-0.55	1.93	0.03
1997	0.16	-1.91	27.52	11.26	16.27	27.37	4.15	-2.24	2.20	-2.05
1998	-1.90	-3.86	28.19	12.74	15.45	30.08	4.47	-0.62	2.53	-4.42
1999	-1.16	-2.91	28.37	13.28	15.09	29.53	2.86	0.05	2.80	-3.96
2000	-1.38	-3.13	28.71	13.70	15.00	30.09	3.10	0.04	3.06	-4.44

Fuente: Elaboración propia en base al cuadro 4



**Cuadro 5**  
**Principales elementos de demanda agregada.**  
**miles de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

<b>AÑO</b>	<b>DA</b>	<b>Consumo total</b>	<b>Consumo Privado</b>	<b>Consumo de Gobierno</b>	<b>Inversión Privada</b>	<b>Inversión Pública</b>	<b>FBKF</b>	<b>Variación de Existencias</b>	<b>X</b>
1987	1,118,640,113	822,894,150	702,400,198	120,493,952	106,248,915	47,359,385	153,608,313	5,628,259	136,509,391
1988	1,164,483,938	830,771,368	711,453,129	119,318,239	117,262,553	45,285,322	162,547,871	26,788,828	144,375,871
1989	1,229,134,478	885,209,276	763,269,866	121,939,410	124,534,325	47,361,950	171,896,265	19,479,081	152,549,855
1990	1,313,633,122	938,341,293	812,336,024	126,005,269	141,958,450	52,497,400	194,455,851	20,193,078	160,642,900
1991	1,387,815,533	983,185,025	850,343,136	132,841,889	164,314,282	51,518,818	215,833,078	20,009,531	168,787,900
1992	1,468,737,527	1,025,441,585	890,129,525	135,312,060	190,217,768	49,009,282	239,227,040	26,888,036	177,200,866
1993	1,497,055,023	1,041,738,273	903,173,547	138,564,726	185,915,615	47,263,776	233,179,391	30,597,448	191,539,911
1994	1,604,248,743	1,087,069,147	944,552,474	142,516,673	187,863,476	64,881,763	252,745,239	38,803,395	225,630,963
1995	1,478,728,288	995,330,946	854,688,400	140,642,546	134,861,840	44,580,210	179,442,050	10,197,651	293,757,640
1996	1,598,759,806	1,013,265,367	873,655,565	139,609,802	170,868,572	37,991,926	208,860,498	29,321,587	347,312,354
1997	1,755,778,109	1,073,800,751	930,152,321	143,648,430	210,960,001	41,837,407	252,797,408	44,649,765	384,530,186
1998	1,885,537,878	1,127,480,850	980,560,544	146,920,306	240,074,506	38,713,271	278,787,777	48,228,341	431,040,910
1999	2,001,113,065	1,176,608,364	1,022,768,524	153,839,840	257,416,251	42,862,317	300,278,567	39,656,263	484,569,872
2000	2,207,796,094	1,264,617,553	1,107,648,706	156,968,847	281,052,043	53,350,695	334,402,738	44,928,420	563,847,383

FUENTE: INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México.

**Porcentaje del PIB**

1987	108.63	79.91	68.21	11.70	10.32	4.60	14.92	0.55	13.26
1988	111.65	79.65	68.21	11.44	11.24	4.34	15.58	2.57	13.84
1989	113.20	81.53	70.30	11.23	11.47	4.36	15.83	1.79	14.05
1990	115.03	82.17	71.13	11.03	12.43	4.60	17.03	1.77	14.07
1991	116.61	82.61	71.45	11.16	13.81	4.33	18.14	1.68	14.18
1992	119.19	83.22	72.23	10.98	15.44	3.98	19.41	2.18	14.38
1993	119.17	82.93	71.90	11.03	14.80	3.76	18.56	2.44	15.25
1994	122.26	82.84	71.98	10.86	14.32	4.94	19.26	2.96	17.19
1995	120.16	80.88	69.45	11.43	10.96	3.62	14.58	0.83	23.87
1996	123.57	78.31	67.52	10.79	13.21	2.94	16.14	2.27	26.84
1997	127.09	77.73	67.33	10.40	15.27	3.03	18.30	3.23	27.83
1998	130.10	77.79	67.66	10.14	16.56	2.67	19.24	3.33	29.74
1999	133.10	78.26	68.03	10.23	17.12	2.85	19.97	2.64	32.23
2000	137.71	78.88	69.09	9.79	17.53	3.33	20.86	2.80	35.17

FUENTE: Elaboración propia en base a los datos obtenidos del cuadro 5.



**Cuadro 5.1**  
**Composición de la demanda agregada.**  
**miles de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

AÑO	DA	Consumo total	Consumo Privado	Consumo de Gobierno	Inv. Privada	Inv Publica	FBKF	Variación de Existencias	X
1987	100	73.56	62.79	10.77	9.50	4.23	13.73	0.50	12.20
1988	100	71.34	61.10	10.25	10.07	3.89	13.96	2.30	12.40
1989	100	72.02	62.10	9.92	10.13	3.85	13.99	1.58	12.41
1990	100	71.43	61.84	9.59	10.81	4.00	14.80	1.54	12.23
1991	100	70.84	61.27	9.57	11.84	3.71	15.55	1.44	12.16
1992	100	69.82	60.61	9.21	12.95	3.34	16.29	1.83	12.06
1993	100	69.59	60.33	9.26	12.42	3.16	15.58	2.04	12.79
1994	100	67.76	58.88	8.88	11.71	4.04	15.75	2.42	14.06
1995	100	67.31	57.80	9.51	9.12	3.01	12.13	0.69	19.87
1996	100	63.38	54.65	8.73	10.69	2.38	13.06	1.83	21.72
1997	100	61.16	52.98	8.18	12.02	2.38	14.40	2.54	21.90
1998	100	59.80	52.00	7.79	12.73	2.05	14.79	2.56	22.86
1999	100	58.80	51.11	7.69	12.86	2.14	15.01	1.98	24.22
2000	100	57.28	50.17	7.11	12.73	2.42	15.15	2.03	25.54

FUENTE: Elaboración propia en base a los datos obtenidos del cuadro 5.

**Cuadro 6**  
**Ingresos y gastos presupuestales del sector público**  
**millones de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

AÑO	GPC						IPC		SE	Balance del sector público económico	balance del sector público primario /1
	Total	Gasto programable		Gasto no programable		Total	organismos y empresas				
		Total	Gasto corriente	Gasto de capital	total			Pago de intereses			
1987	444,310	208,523	139,720	37,546	235,766	202,015	300,388	126,806	9,061	-143,922	-55,607
1988	382,721	186,350	131,872	30,581	196,372	169,117	291,825	119,987	16,426	-90,897	-79,227
1989	334,508	170,768	122,224	26,172	163,740	133,707	282,021	102,300	-2,144	-52,487	-84,575
1990	316,196	175,414	120,069	30,975	140,782	104,312	290,531	107,591	4,278	-25,665	-82,317
1991	285,030	181,643	118,230	34,905	103,387	60,724	280,669	94,998	1,587	-4,362	-57,372
1992	274,389	188,944	108,190	33,063	85,445	44,784	292,005	94,301	-322	17,616	-63,766
1993	282,178	201,968	113,823	31,664	80,210	33,333	290,724	95,911	303	8,546	-42,003
1994	302,559	225,525	117,089	39,022	77,034	30,349	298,435	99,949	-2,525	-4,124	-27,158
1995	282,209	188,971	100,935	31,247	93,238	56,661	280,087	92,768	-1,988	-2,123	-57,372
1996	298,663	202,592	103,559	37,740	96,071	56,493	296,996	96,228	-1,812	-1,667	-56,033
1997	326,585	224,372	112,718	35,845	102,213	56,574	318,096	99,270	1,511	-8,489	-48,425
1998	312,823	224,192	105,288	26,912	88,631	41,904	294,910	89,586	134	-17,913	-24,731
1999	329,942	230,352	109,168	24,425	99,590	53,723	312,666	92,230	-282	-17,276	-37,628
2000	364,436	251,371	121,477	24,527	113,065	58,693	346,785	93,269	42	-17,651	-41,881

Nota: 1/ Ingresos menos gastos del sector público no financieros (excepto intereses).

GPC. Gasto Presupuestal Consolidado

IPC. Ingreso presupuestal consolidado

SE. Sector Extrapresupuestal

Fuente: Banco de México. Indicadores económicos.

Dirección General de Planeación Hacendaria, SHCP.

**Porcentaje del PIB**

1987	43.15	20.25	13.57	3.65	22.90	19.62	29.17	12.31	0.88	-13.98	-5.40
1988	36.69	17.87	12.84	2.93	18.83	16.21	27.98	11.50	1.57	-8.72	-7.60
1989	30.81	15.73	11.26	2.41	15.08	12.31	25.97	9.42	-0.20	-4.83	-7.79
1990	27.69	15.36	10.51	2.71	12.33	9.13	25.44	9.42	0.37	-2.25	-7.21
1991	23.95	15.26	9.93	2.93	8.69	5.10	23.58	7.98	0.13	-0.37	-4.82
1992	22.27	15.33	8.78	2.68	6.93	3.63	23.70	7.65	-0.03	1.43	-5.17
1993	22.46	16.08	9.06	2.52	6.39	2.65	23.14	7.64	0.02	0.68	-3.34
1994	23.06	17.19	8.92	2.97	5.87	2.31	22.74	7.62	-0.19	-0.31	-2.07
1995	22.93	15.36	8.20	2.54	7.58	4.61	22.76	7.54	-0.16	-0.17	-4.66
1996	23.08	15.66	8.00	2.92	7.43	4.37	22.95	7.44	-0.14	-0.13	-4.33
1997	23.64	16.24	8.16	2.59	7.40	4.10	23.02	7.19	0.11	-0.61	-3.51
1998	21.58	15.47	7.26	1.86	6.12	2.89	20.35	6.18	0.01	-1.24	-1.71
1999	21.94	15.32	7.26	1.62	6.62	3.57	20.80	6.13	-0.02	-1.15	-2.50
2000	22.73	15.68	7.58	1.53	7.05	3.66	21.63	5.82	0.00	-1.10	-2.61

FUENTE: Elaboración propia en base al cuadro 6

**Cuadro 6.1**  
**Ingresos y gastos presupuestales del Gobierno federal**  
**millones de pesos a precios constantes de 1993**  
**1987-2000**

AÑO	Ingreso					Gasto		
	Total	Ingresos no petroleros			Ingreso petrolero	Total	Gasto corriente	Gastos de Capital
		Total	Tributarios	No Tributarios	Total			
1987	173,582	98,396	87,435	10,961	75,186	318,173	285,204	32,636
1988	165,499	107,633	95,636	11,997	57,866	261,107	249,558	19,029
1989	179,721	122,633	100,055	22,579	57,088	230,705	214,121	19,784
1990	182,941	128,951	109,516	19,435	53,990	213,146	184,429	28,367
1991	185,671	132,140	116,106	16,034	53,531	188,177	158,607	24,727
1992	197,704	141,730	120,547	21,183	55,974	180,207	152,418	27,303
1993	194,813	142,040	125,242	16,797	52,773	190,657	162,864	22,325
1994	198,486	144,404	122,322	22,081	54,083	207,638	174,132	29,795
1995	187,319	120,788	95,734	25,054	66,531	197,203	173,226	22,714
1996	200,768	125,291	97,814	27,477	75,477	206,639	181,639	24,508
1997	218,825	139,961	113,070	26,891	78,864	237,587	209,349	26,948
1998	205,323	140,950	121,526	19,424	64,373	230,670	205,363	24,499
1999	220,436	151,835	133,831	18,004	68,601	246,600	225,437	23,400
2000	253,516	189,764	169,845	19,919	63,752	277,988	254,178	24,255

FUENTE: Unidad de Planeación Económica de la Hacienda Pública, Shcp.

**Porcentaje del PIB**

1987	16.86	9.56	8.49	1.06	7.30	30.90	27.70	3.17
1988	15.87	10.32	9.17	1.15	5.55	25.03	23.93	1.82
1989	16.55	11.29	9.21	2.08	5.26	21.25	19.72	1.82
1990	16.02	11.29	9.59	1.70	4.73	18.66	16.15	2.49
1991	15.60	11.10	9.76	1.35	4.50	15.81	13.33	2.08
1992	16.04	11.50	9.78	1.72	4.54	14.62	12.37	2.22
1993	15.51	11.31	9.97	1.34	4.20	15.18	12.96	1.78
1994	15.13	11.00	9.32	1.68	4.12	15.82	13.27	2.27
1995	15.22	9.82	7.78	2.04	5.41	16.02	14.08	1.85
1996	15.52	9.68	7.56	2.12	5.83	15.97	14.04	1.89
1997	15.84	10.13	8.18	1.95	5.71	17.20	15.15	1.95
1998	14.17	9.73	8.39	1.34	4.44	15.92	14.17	1.69
1999	14.66	10.10	8.90	1.20	4.56	16.40	14.99	1.56
2000	15.81	11.84	10.59	1.24	3.98	17.34	15.85	1.51

FUENTE: Elaboración propia en base al cuadro 6

**Cuadro 7**  
**Principales variables macroeconómicas de política monetaria**  
**miles de pesos a precios de 1993**  
**1987-2000**

<b>AÑO</b>	<b>Base Monetaria Total a/</b>	<b>Multiplicador (Incremento por Unidad Monetaria) b/</b>	<b>Reserva Internacional a/</b>	<b>Crédito Interno Neto Total a/</b>	<b>Crédito Neto al Gobierno Federal a/</b>
1987	58,070	1.28	151,685	-93,614	-10,307
1988	44,249	1.27	36,763	7,486	26,578
1989	44,281	1.41	34,835	9,444	7,161
1990	46,814	1.69	46,547	266	1,439
1991	48,579	2.91	67,850	-19,270	-16,206
1992	48,211	2.88	63,375	-15,164	-15,508
1993	47,193	3.16	76,211	-29,018	-18,677
1994	52,488	2.71	30,182	22,306	-14,016
1995	44,672	2.48	80,440	-35,768	-17,515
1996	42,955	2.77	70,476	-27,521	-8,246
1997	47,320	2.75	98,181	-50,861	-20,128
1998	49,536	2.70	112,335	-62,799	-23,743
1999	61,689	2.40	95,426	-33,737	-29,482
2000	61,007	2.46	94,150	-33,143	-37,210

Nota: a/ Saldos al cierre del mes. b/ Cociente de M1/Base Monetaria. Incremento por unidad monetaria.

Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes.

Banco de información económica BIE, INEGI.

Banco de México. Indicadores económicos

**Porcentajes del PIB**

<b>AÑO</b>	<b>Base Monetaria Total</b>	<b>Reserva Internacional</b>	<b>Crédito Interno Neto Total</b>	<b>Crédito Neto al Gobierno Federal</b>
1987	5.64	14.73	-9.09	-1.00
1988	4.24	3.52	0.72	2.55
1989	4.08	3.21	0.87	0.66
1990	4.10	4.08	0.02	0.13
1991	4.08	5.70	-1.62	-1.36
1992	3.91	5.14	-1.23	-1.26
1993	3.76	6.07	-2.31	-1.49
1994	4.00	2.30	1.70	-1.07
1995	3.63	6.54	-2.91	-1.42
1996	3.32	5.45	-2.13	-0.64
1997	3.43	7.11	-3.68	-1.46
1998	3.42	7.75	-4.33	-1.64
1999	4.10	6.35	-2.24	-1.96
2000	3.81	5.87	-2.07	-2.32

FUENTE: Elaboración propia en base al cuadro 7

**Cuadro 8**  
**Inversión extranjera**  
**Miles de dólares**  
**1988-2000**

AÑO	Datos Absolutos			Porcentaje del PIB			Tasa de crecimiento		
	Inversion extranjera total	Directa	De cartera	Total	Directa	De cartera	Total	Directa	De cartera
1988	2,879,996	2,879,996	-	1.59	1.59	0.00			
1989	3,668,838	3,175,500	493,338	1.67	1.44	0.22	27.39	10.26	-
1990	4,627,715	2,633,238	1,994,477	1.78	1.01	0.77	26.14	-17.08	304.28
1991	14,499,853	4,761,498	9,738,355	4.64	1.52	3.11	213.33	80.82	388.27
1992	17,322,808	4,392,799	12,930,009	4.78	1.21	3.57	19.47	-7.74	32.77
1993	22,511,145	4,388,801	18,122,344	5.57	1.09	4.49	29.95	-0.09	40.16
1994	12,830,911	10,972,501	1,858,410	3.16	2.70	0.46	-43.00	150.01	-89.75
1995	-3,814,081	9,526,300	-13,340,381	-1.35	3.36	-4.71	-129.73	-13.18	-817.84
1996	12,893,516	9,185,451	3,708,065	3.87	2.76	1.11	-438.05	-3.58	-127.80
1997	16,629,643	12,829,556	3,800,087	4.14	3.20	0.95	28.98	39.67	2.48
1998	11,636,413	12,247,925	-611,512	2.79	2.94	-0.15	-30.03	-4.53	-116.09
1999	15,906,904	13,054,713	2,852,191	3.31	2.72	0.59	36.70	6.59	-566.42
2000	16,476,375	16,075,347	401,028	2.84	2.77	0.07	3.58	23.14	-85.94

Fuente: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes:  
Banco de México. Indicadores económicos

**Cuadro 9**  
**Tasas de Interés, nominal y real**  
**1987-2000**  
**(Tasa Anual)**

<b>AÑO</b>	<b>Tasa de interés nominal 1/</b>	<b>Tasa de interés real 1/</b>	<b>Tasa de rendimiento de CETES 2/</b>
1987	123.5	-13.7	102.83
1988	55.40	2.50	58.65
1989	48.70	24.20	44.77
1990	38.10	6.30	35.03
1991	24.90	5.10	19.82
1992	22.60	9.50	15.89
1993	21.00	12.00	15.50
1994	18.90	11.00	14.62
1995	57.20	3.40	48.24
1996	36.80	7.10	32.91
1997	24.80	7.80	21.26
1998	26.90	7.00	26.18
1999	25.00	11.30	22.38
2000	17.80	8.10	16.15

Nota: 1/ Papel comercial a plazo de 28 días.

2/Promedio ponderado. Cetes a 91 días

FUENTE: Elaboración propia en base a los datos obtenidos de las siguientes fuentes.  
 Banco de México. Indicadores económicos



# Bibliografía

Aboumrad A, Guillermo J. **Instrumentación de la política monetaria con objetivo de estabilidad de precios: el caso de México.** Monetaria, Centro de Estudios Latinoamericanos CEMLA, Vol. XIX, núm. 1, enero- marzo, 1996.

\_\_\_\_\_. **Consideraciones generales para el diseño de la política monetaria.** Gaceta de Economía. Suplemento. Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), México, Año 3, Núm. 5, 1997.

Aguilar, Alejandro y Juan- Ramón, Hugo. **Determinantes de las tasas de interés de corto plazo en México: efecto de las señales del banco central.** Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997

Alfaro Desentis, Samuel. **"La demanda oportuna de billetes y monedas.** Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997

Andjel, Eloisa. **Keynes: Teoría de la demanda y desequilibrio.** Facultad de Economía, UNAM, México, 1988.

Aparicio Cabrera, Abraham. **Un sexenio de restricción monetaria: evaluación empírica.** Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 293, diciembre- enero, 2001.

\_\_\_\_\_. **La política monetaria en México, 1990- 1995. Un estudio sobre la actuación del Banco Central.** Tesis de Licenciatura. Economía, UNAM, México, 1997.

Arrigunaga Gómez del Campo, Javier. **Ámbito internacional de la autonomía de los bancos centrales"** en Cuadernos constitucionales México-Centroamérica. Autonomía del Banco de México y perspectivas de la intermediación financiera. Instituto de Investigaciones jurídicas, UNAM, México, 1994.

Aspe Armella, Pedro. **El camino mexicano de la transformación económica.** Ed. Fondo de Cultura Económica (FCE), México, 1993.

Ayala Espino, José. **Instituciones y economía. Una introducción al neoinstitucionalismo económico.** FCE, México, 1999.



Banaian, K., **Independencia de la banca central: una comparación internacional**, en El papel de la banca central en la actualidad, Banco de España y CEMLA, 1991.

Bancomer. Departamento de estudios económicos del Grupo Financiero Bancomer. **Política económica para una transición sexenal estable**. Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 279, 1999.

Banco Central Europeo. **La política monetaria del BCE**. Banco de España, 2001.

Banco de México. **Ley de Banco de México**. Diciembre, 1993.

\_\_\_\_\_. **II seminario. La banca central y la política monetaria en México**. Banco de México y Facultad de Economía UNAM, México, Noviembre, 2002.

\_\_\_\_\_. **Informe sobre política monetaria 1999**. Banco de México, Septiembre 1999.

\_\_\_\_\_. **La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos acumulados**. Anexo 4 del Informa anual de Banco de México, México, 1996.

\_\_\_\_\_. **Programa monetario**. Banco de México, Varios números.

\_\_\_\_\_. **Banco de México: Informe anual 1994**. El Mercado de Valores, Nacional Financiera, Vol. 55, No. 6, año LV, junio, 1995.

\_\_\_\_\_. **Exposición sobre la política monetaria**. Varios números.

Banco Federal de Reserva de Cleveland. **Más allá de la estabilidad de precios: replanteando la política monetaria cuando la inflación es baja**. Boletín del CEMLA, Vol. XLV, No. 3, mayo-junio, 1999.

Bodie, Zvi; Merton, Robert. **Finanzas**, Ed. Pearson Aducaation, México, DF, 1999.

Borja Martínez, Francisco. **El nuevo régimen del Banco de México**. Revista Comercio Exterior, Banco de Comercio Exterior (Bancomext), México, Vol. 45, No. 1, enero- junio, 1995.

\_\_\_\_\_. **Reforma constitucional para dotar de autonomía al Banco de México en Cuadernos constitucionales México- Centroamérica. Autonomía del Banco de México y perspectivas de la intermediación financiera**. Instituto de Investigaciones jurídicas, UNAM, México, 1994.

Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. **Principios de finanzas corporativas**. Ed. Mc Graw Hill, España. 1993.

Calva, José Luis. **Más allá del neoliberalismo. Opciones dentro del cambio global**. Ed. Plaza & Janés, México, 2000.

\_\_\_\_\_. **El modelo neoliberal mexicano. Costos, vulnerabilidad y alternativas**. Ed. Juan Pablos, México, 1995.

Carrillo Romo, Jonathan. **Control del Banco de México de la política cambiaria como estrategia antiinflacionaria**. Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM, abril, 2003.

Carstens, Agustín y Werner, Alejandro M. **Política monetaria de México con régimen de tipo de cambio flotante**. Monetaria, CEMLA, octubre - diciembre, 2000.

Chang, Roberto. **Credibilidad política y el diseño de los bancos centrales**. Boletín, CEMLA, septiembre- octubre, 1998.

Clavijo, Fernando y Valdivieso, Susana. **Reformas estructurales y política macroeconómica: El caso de México 1982-1999**. Serie Reformas Económicas, CEPAL, 2000.

Comité Técnico Nacional de Estudios Económicos del IMEF, **La política monetaria en México** Ejecutivos de Finanzas, Instituto Mexicano de Ejecutivos e Finanzas (IMEF), año XVII, No. 3, marzo, 1998.

**Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos**. Ed. Alco, México, 1999.

Cortina Ortega, Gonzalo. **Prontuario bursátil y financiero**. Ed. Trillas, 8ª edición, México, 2002.

Díaz de León, Alejandro; Greenham, Laura. **Política monetaria y tasa de interés: experiencia reciente para el caso de México**. Economía Mexicana, Nueva época, Vol. X, núm. 2, segundo semestre 2001.

Dornbusch, Rudiger; Fisher, Stanley. **Macroeconomía**. Ed. Mc Graw Hill, Madrid, España. 1998.

Elizondo, Everardo. **La estabilidad de precios, la política monetaria y la empresa: Reflexiones sobre la experiencia mexicana reciente**. Ejecutivos de Finanzas, Instituto Mexicano de Ejecutivos e Finanzas (IMEF), septiembre, 2001.

Espinosa Vega, Marco A. **¿Cuán poderosa en la política monetaria a largo plazo?**. Boletín, CEMLA, marzo- abril, 1999.

Fernández Díaz, Andrés; Parejo, José Alberto. **Política económica**. Ed. Mc. Graw Hill, España, 1995.

Fernández Hurtado, Ernesto. **50 años de Banca Central. Ensayos conmemorativos 1925- 1975**. Ed. FCE, México, 1976.

Florín, Aftalion; Poncet, Patrice. **El monetarismo**. Facultad de Economía, UNAM, México, 1983.

García Pérez, Benjamín. **Recesión económica: oportunidad de cambio**. Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 301, Octubre, 2001.

Gil Díaz, Francisco. **La política monetaria y sus canales de transmisión en México**. Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997

Guillén R., Arturo. **Economía y política en la administración de Ernesto Zedillo**. México hacia el S. XXI. Crisis y modelo económico alternativo. Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), 2000.

Hoggarth, Glenn. **Introducción a la política monetaria.** Ensayos, CEMLA, mayo 1996.

Huerta González, Arturo. **La crisis y la inviabilidad de la política actual para superarla.** Investigación económica, Facultad de Economía, UNAM, No. 212, abril- julio 1995.

\_\_\_\_\_. **Las razones de la política contraccionista y sus consecuencias.** Investigación económica, Facultad de Economía, UNAM, No. 230, octubre-diciembre, 1999.

\_\_\_\_\_. **Globalización, vulnerabilidad, recesión y alternativas.** Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 297, 2001.

Kahn, George A. y Parrish, Klara. **Para dirigir la política monetaria con metas de inflación.** Boletín del CEMLA, julio- agosto, 1999.

Katz, Isaac. **El marco institucional de la política monetaria.** Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997.

\_\_\_\_\_. **Inflación, crecimiento, pobreza y desigualdad en México.** Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 7, Núm. especial, 2002.

Krauze, Enrique. **Reformar desde el origen. Plutarco E. Calles, biografía del poder.** Ed. FCE, No. 7, México, 1987.

Le Roy Miller, Roger; Pulsinelli, Robert W. **Moneda y Banca.** Ed. Mc. Graw Hill, Colombia, 1992.

Levy Orlik, Noemí. **Evaluación del crecimiento económico del periodo zedillista: menos bienestar y creciente inestabilidad.** Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 290, septiembre, 2000.

López Gallardo, Julio. **México: La nueva macroeconomía.** Coordinador gral. López G, Julio, Centro de Estudios para un Proyecto Nacional, S.C. CEPNA, Nuevo Horizonte editores, México, 1994.

Llitas, Miguel H. y Legnini, Claudia P. **El canal crediticio como mecanismo de transmisión monetario: Alguna evidencia en el marco de crisis financieras.** Universidad Nacional del Sur, Argentina, 2000.

Mancera Aguayo, Miguel. **El Banco de México y el combate a la inflación.** El mercado de valores, Nafinsa, año LVII, No. 12, diciembre, 1997.

Mansel Cartens, Catherine. **Las nuevas finanzas en México.** Ed. Milenio, ITAM e Instituto mexicano de ejecutivos de finanzas (IMEN), México, 1992.

Mantey de Anguiano, Guadalupe. **Lecciones de economía monetaria.** Facultad de Economía, UNAM, México, 1997

\_\_\_\_\_. **Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado.** Economía Aplicada, cuadernos de trabajo, UACEPyP – CCH - UNAM, México, 1996.

\_\_\_\_\_. **Políticas monetaria y cambiaria para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles** Revista Comercio Exterior, Bancomext, 49, No. 5, Mayo, 2001.

\_\_\_\_\_. **Efectos de la liberalización financiera sobre la deuda pública de México.** Seminario internacional sobre deuda externa, innovación y desregulación financieras y crisis bancarias, México, octubre, 1996.

Marino López, Roberto. **La autoridad monetaria frente a las crisis financieras: la experiencia reciente del Banco de México.** CEMLA, Vol. XIX, No. 1, enero- marzo, 1996.

Martínez, Lorenza; Sánchez, Oscar y Werner, Alejandro. **Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México.** Banco de México, Documento de investigación No. 2001- 02, marzo, 2001.

Mateos Hanel, Calixto; Schwartz Rosenthal, Moisés. **Metas de inflación como instrumento de política monetaria.** Banco de México, Documento de investigación No. 9702, mayo, 1997.

Máttar, Jorge. **México: crisis bancaria y programas de recate de la banca y sus deudores.** Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 254.

Messmacher, Miguel y Werner, Alejandro. **La política monetaria en México: 1950-2000**". Gaceta de Economía, ITAM, México, Año 7, Núm. especial, 2002.

Mishkin, Frederic S. **Objetivos de inflación en economías emergentes**. Gaceta de Economía, ITAM, México, Año 7, Núm. especial, 2002.

\_\_\_\_\_. **The channels of monetary transmission: Lessons for monetary policy**. National Bureau of Economic Research, INC. Working paper 5464, February, 1996.

Muñiz Castro, Emilio G. **Diccionario terminológico de Economía, Derecho y Comercio. Inglés- Español, Español- Inglés**. Ed. Fontenebro, Madrid España, 1990.

O' Dogherty Pascual. **La instrumentación de la política monetaria por el Banco central**. Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997

Ordoñez, Sergio. **La devaluación del peso: crisis del proyecto económico y su necesidad de su reorientación**. En **La economía mexicana después de la crisis del peso**. Coordinadores, Rivera Ríos Miguel Angel y Toledo Patiño, Alejandro. DGAPA - UNAM, México, 1998.

Ortiz Martínez, Guillermo. **La reforma financiera y la desincorporación bancaria**. Ed. FCE, México, 1994.

Pastor Porras, Arturo y Mesía Lizaraso, Mario. **La administración de numerario y los instrumentos de regulación monetaria en la Banca Central**. V Reunión de auditores internos de la Banca Central. Lima Perú, noviembre, 1999.

Pavón Villamayor, Víctor. **Ataques especulativos y crisis cambiarias: una revisión de la crisis mexicana de 1994**. Economía Informa, Facultad de Economía, UNAM, No. 259, Julio - Agosto, 1997.

Pérez Caldentey, Esteban. **Milton Fridman**. Revista Comercio Exterior, Vol. 51, No. 1, México, 2001.

Pérez Porrúa, Juan Manuel. **Una nota sobre la indeterminación de la demanda de dinero de los bancos bajo el régimen de "encaje cero"**. Gaceta de Economía. Suplemento, ITAM, México, Año 3, Núm. 5, 1997

Ramírez Solano, Ernesto. **Moneda, banca y mercados financieros. Instituciones e instrumentos en países en desarrollo**. Ed. Pearson educación, México, 2001.

Roa Dueñas, Rubén Esteban. **La política monetaria y la autonomía del Banco de México**. Economía informa, Facultad de Economía, UNAM, México, No. 272, 1998.

Rojas, Edgar; Rodríguez, Pedro Cesar. **El papel de la estructura financiera en la transmisión de la política monetaria**. Monetaria, CEMLA, Vol. XXII, núm.1, enero- marzo, 1999.

Rubli Kaiser, Federico. **Autonomía del Banco Central bajo tensión financiera: la experiencia reciente de México**. Cuadernos de investigación, CEMLA, núm. 36, junio, 1996.

\_\_\_\_\_. **Información, comunicación y banca central: un punto de vista económico y la experiencia reciente del Banco de México**. III reunión de comunicación de banca central auspiciada por el Centro de Estudios Latinoamericanos CEMLA, Guatemala, noviembre de 1998.

\_\_\_\_\_. **Reflexiones acerca de la instrumentación de una estrategia integral de comunicación sobre la política monetaria de un banco central**. IV reunión de comunicación de banca central auspiciada por el CEMLA y el Banco Central de la República Dominicana, noviembre- diciembre de 1999.

\_\_\_\_\_. **Comunicación y banca central: una evaluación a la mitad del camino**. V reunión de comunicación de banca central auspiciada por el CEMLA y el Banco Central de Venezuela, diciembre, 2000.

Sánchez Lugo, Luis, **Instrumentos de política monetaria y crediticia**. En 50 años de Banca Central. Ensayos conmemorativos 1925- 1975. Compilador Fernández Hurtado, Ernesto. Ed. FCE, México, 1976.

Samuelson, Poul A.; Nordhaus, William, **Macroeconomía con aplicaciones a México**. Ed. Mc Graw Hill, México 1998.

Schwartz Rosenthal, Moisés. **Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria.** Banco de México, Dirección General de Investigación Económica. Documento núm. 9804, Octubre, 1998.

\_\_\_\_\_ y Galván, Sybel. **Teoría económica y credibilidad en la política monetaria.** Banco de México, Dirección General de Investigación Económica. Documento núm. 9901, marzo, 1999.

\_\_\_\_\_ y Pérez López, Alejandro. **Crecimiento económico e inflación: el caso de México.** Economía Mexicana, Nueva época, vol. IX, núm. 2, segundo semestre 2002.

Stiglitz, Joseph E. **Economía.** Ed. Ariel, Barcelona España, 1994.

Villarreal, René. **Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México. Un enfoque macroindustrial y financiero.** Ed. FCE, 4ª. Edición, México, 2000.

\_\_\_\_\_. **La contrarrevolución monetarista: teoría, política económica e ideología del neoliberalismo.** Ed. FCE, México, 1986.

Viñals, José. **El descenso de la inflación y la política monetaria.** Monetaria, CEMLA, Vol. XXII, No. 2, abril- junio, 1999.

Wagner, Helmut. **La banca central en los países en transición.** Boletín, CEMLA, Vol. XLV No. 2, marzo- abril, 1999.

#### **REFERENCIAS DE PÁGINAS ELECTRÓNICAS:**

Banco de México. [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

Banco de España. [www.bde.gob.es](http://www.bde.gob.es)

Centro de Estudios Latinoamericanos. [www.cemla.org](http://www.cemla.org)

Instituto de Valores Intermediarios. [www.indeval.org.mx](http://www.indeval.org.mx)

Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática. [www.inegi.gob.mx](http://www.inegi.gob.mx)

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. [www.shcp.gob.mx](http://www.shcp.gob.mx)