



# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

## NUEVE AÑOS DE POLITICA MONETARIA EN UN REGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE LA EXPERIENCIA DE MEXICO (1995-2003)

### TESIS

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE  
LICENCIADO EN ECONOMIA

PRESENTA:

MONICA LAURA PEREZ VELAZQUEZ

DIRECTOR DE TESIS:

MTRO. LEONARDO LOMELI VENEGAS



MEXICO, D. F.

JUNIO DEL 2004



Universidad Nacional  
Autónoma de México



**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.

**ESTA TESIS NO SALE  
DE LA BIBLIOTECA**

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo receptional.

NOMBRE:

Elónica Laura  
Pérez Velázquez

FECHA:

11 de junio 2004

FIRMA:

[Firma]

Con amor

Para mis padres Eva y Fernando. Mis hermanos, Manuel Fernando, María Margarita, Fernando Alejandro, Miguel Ángel, Nidia.

A mi marido Jorge José Marcelo por su tenacidad.

Y a mis hijos Fernanda Marcela y Martín quienes con apenas un año y cinco meses y seis meses en mi vientre respectivamente, ya me acompañan.

Con profundo agradecimiento

A mis maestros, amigos, jefes y compañeros de trabajo en el mundo del periodismo en Crónica, Proceso y Milenio.

Sin su apoyo este trabajo no se hubiera podido finalmente concluir.

Gracias

## Índice general

Presentación de tesis.....	1
Capítulo 1.- Marco teórico de la política monetaria con tipos de cambio fijo y flexible.....	2
1.1 Naturaleza y mecánica de la Política Monetaria.....	2
1.1.1.-La oferta monetaria .....	2
1.1.2. La demanda de dinero.....	5
1.2. Diferencia entre los tipos de cambio fijo y el de bandas.....	5
1.2.1. Origen del tipo de cambio fijo.....	5
1.2.2. El esquema de bandas cambiarias.....	8
1.3.La importancia del régimen cambiario en la política monetaria.....	9
1.4. La política monetaria con régimen de tipo de cambio fijo.....	10
1.5. La política monetaria con régimen de tipo de cambio flexible.....	11
Capítulo 2.- Marco teórico y operación de las políticas cambiaria y monetaria.....	13
2.1.Elementos de Política Cambiaria.....	13
2.1.1- Mercado cambiario y de divisas.....	13
2.1.2. Tipos de Cambio Representativos.....	14
2.1.3. Mecanismos de Intervención en el mercado cambiario.....	16
2.1.3.1 Subasta de Opcione Cambiarias.....	18
2.1.3.2 Venta de dólares mediante subastas.....	23
2.2. Elementos de política monetaria.....	26
2.2.1 El Régimen de Saldos Acumulados.....	28
2.2.2 El actual Régimen de Saldos Diarios Totales.....	29
2.2.3 Mecanismos de transmisión de la política monetaria.....	32
2.2.4 Algunas consideraciones sobre los mecanismos de transmisión.....	35
Capítulo 3.- Marco Institucional de la Política Monetaria y Cambiaria.....	37
3.1. El Banco de México, facultades y Junta de Gobierno.....	37
3.2 Actuación del Banco de México respecto del crédito al Gobierno Federal.....	40
3.3 La Cuenta de la Tesorería de la Federación.....	41
3.4 El financiamiento a las Instituciones de Crédito.....	42

3.5 Reservas Internacionales.....	43
3.6 Regulación y observancia de cambios, intermediación y servicios financieros.....	44
3.7 La Junta de Gobierno del Banco de México.....	45
3.8 La Comisión de Cambios.....	47
3.8.1. Sus integrantes.....	47
3.8.2 Facultades de la Comisión.....	48
3.9 Autonomía monetaria y cambiaria ¿pendiente?.....	49
3.10 A diez años de autonomía.....	53
3.10.1 Autonomía de Banxico en comparación internacional.....	54
3.10.2 Autonomía e inflación en México.....	55
3.10.3 Autonomía, rendición de cuentas y transparencia en México y el mundo.....	56
Capítulo 4.- La Crisis Cambiaria de 1994 y la Adopción del Régimen de Flotación.....	58
4.1. 1994, ¿El año en que vivimos en peligro?.....	59
4.1.1 Los resultados económicos en 1994.....	61
4.2. La crisis de 1994. Una crisis de Confianza.....	66
4.2.1 Los primeros pasos de la administración Zedillo.....	72
4.3. El desempeño de las políticas monetaria y cambiaria en 1994.....	74
4.3.1 La insostenibilidad del tipo de cambio, según el Banco de México y Zedillo.....	82
4.3.2. La política monetaria del Banco de México en 1994.....	85
4.3.3 El comportamiento de los Mercados Financieros.....	90
4.3.4 Financiamiento Interno.....	92
4.3.5 El cambio estructural "profundo e irreversible".....	94
4.4.- Las explicaciones de la crisis de 1994.....	95
4.4.1. La defensa de la conducción del Banco de México: Gil y Carstens.....	95
4.4.2 Zedillo culpa a Salinas.....	105
4.4.3 Una crítica estructural a la conducción económica de los Noventa.....	108
4.4.4. La defensa de Salinas.....	110
4.4.5 Algunas conclusiones: los temas ineludibles.....	111
Capítulo 5.- Evaluación de la Política Monetaria, sus Objetivos y Resultados. Ajuste, Estabilización y Recuperación 1995, 1996 y 1997.....	113

5.1. 1995, el ajuste y la creación de instrumentos.....	113
5.1.1 La transparencia "obligada" del Banco de México.....	119
5.1.2. El Financiamiento al sector privado no bancario.....	128
5.1.3. La reserva internacional en 1995 (la creación de la nada).....	129
5.2. 1996, la política monetaria en la búsqueda de la estabilización financiera.....	130
5.2.1. El modelo para calcular la demanda de dinero.....	132
5.2.2. Evaluación del programa de 1996.....	138
5.3. 1997, la política monetaria en el inicio de la recuperación.....	148
5.3.1 Reglas para la venta de dólares ante depreciaciones "bruscas" del peso.....	150
5.3.2 Otros mecanismos de intervención.....	151
5.3.3. El comportamiento del crédito interno y el cumplimiento de las metas monetarias.....	152
5.3.4 Ampliación al esquema de compra de dólares mediante opciones y su impacto en las reservas Internacionales.....	153
5.3.5 El financiamiento al sector privado no cambiario.....	155
Capítulo 6.-	
La política monetaria desde la crisis asiática hasta el año del "Cambio".....	158
6.1. 1998, El programa monetario para enfrentar las turbulencias internacionales.....	158
6.1.1 Swaps de tasas de interés, otro salvavidas a la banca.....	160
6.1.2. Evolución del tipo de cambio e intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario.....	173
6.1.3. Comportamiento de la base monetaria, crédito interno neto y reservas internacionales.....	176
6.2. 1999, la consolidación de los instrumentos de política monetaria.....	181
6.2.1.El programa monetario en 1999. El inicio de la transición hacia objetivos de inflación y pérdida de importancia del seguimiento de la base monetaria y límites trimestrales de crédito.....	181
6.2.2. El mercado de Cambios.....	186
6.3. 2000, el año del "Cambio". El Programa monetario y el papel del banco central en el proceso de transición política.....	189
6.3.1.El paso a objetivos de inflación.....	190
6.3.2. Los Brems (el Banco de México comienza a colocar su propios instrumentos para regular el mercado).....	191
6.3.3. El mercado de cambios.....	194
6.3.4. El financiamiento.... sigue restringido .....	195

Capítulo 7.- La política monetaria en los primeros tres años del gobierno de Vicente Fox (2001-2003).....	198
7.1. Adiós a los mecanismos automáticos de acumulación de reservas y de intervención en el mercado cambiario.....	200
7.2. Financiamiento, el tema pendiente.....	203
7.3. El tipo de cambio.....	205
7.4. Lo que se espera del 2004.....	206
<b>Capítulo 8.- Conclusiones</b> .....	<b>208</b>
<b>ANEXOS</b>	
Anexo I..... El Error de Diciembre en 1994. Cronología y la versión de Carlos Salinas	212
Anexo II..... FOBAPROA (El Fondo Bancario de Protección al Ahorro).	239
Anexo III..... Crédito a la Economía: breve panorama de las Cuentas Bancarias en México.	244
Anexo IV..... El comportamiento actual de la banca extranjera en México.	246
ANEXO V..... El relevo en el Banco de México en 1997 Mancera y Ortiz	249
Anexo VI..... Salida y regreso de Gil Díaz	254
AnexoVII..... Reformas al Sistema Financiero en 1995	258
Anexo VIII..... Balance del Banco de México	279
Bibliografía.....	290

## Presentación

La presente tesis es una investigación sobre la política monetaria aplicada en México tras la crisis de la balanza de pagos registrada a fines de 1994. El Banco de México modificó a partir de esa fecha la política monetaria con tipo de cambio de bandas, que se desarrolló entre 1990 y 1994, por una política monetaria con tipo de cambio flexible.

Este nuevo escenario de la política monetaria se ha ido consolidando en la última década. Sus resultados fueron exitosos desde la perspectiva de conseguir la estabilidad de precios, combinada con una gradual baja de la tasa de interés. Sin embargo, este proceso ha abarcado no un par de años como en principio se estimó, sino una década para llegar hoy a tasas de interés e inflación de un dígito. Entre 1995 y mayo de 2004, la inflación ha descendido desde niveles de 52% a 4%, mientras que la tasa de interés de referencia ha bajado de 48.6% a 7%; y el tipo de cambio pasó de 7 a 11.50 pesos por dólar.

Sin embargo, el menor costo del crédito no se ha trasladado al mercado financiero, lo que finalmente se ha reflejado en el crecimiento exiguo del Producto Interno Bruto (PIB). Sin un sistema financiero que canalice de manera eficiente recursos a la economía, el crecimiento seguirá mermado, con todos los costos que ello implica.

Cada año, por ejemplo, ingresan al mercado laboral al menos 200 mil jóvenes. México necesitaría crecer al menos un 4% al año para satisfacer esta demanda pues cada punto del PIB representa al menos 65 mil plazas laborales anuales. Y para satisfacer el déficit laboral la tasa observada de crecimiento debiera ser de por lo menos 7% anual. Lo que a la fecha no se ha observado de manera sostenida.

La investigación que a continuación presentamos describe cómo se produjo la transición desde una modalidad de política monetaria a otra al cambiar el régimen de tipo de cambio y busca mostrar cuáles han sido las fortalezas y debilidades de la nueva orientación que pasó de metas cuantitativas a metas de objetivos de inflación.

De hecho a la par que se han conseguido metas también se han acarreado costos con la política monetaria aplicada por el Banco de México bajo el régimen de tipo de cambio flexible. Estudios econométricos sostienen que la política monetaria aplicada le ha costado al país al menos un 3% del PIB, un costo "bajo" en comparación con otros países que no han seguido una política monetaria con objetivos de inflación. Pero que representa casi un año de creación de nuevas plazas laborales en el país.

# Capítulo 1

## Marco teórico de la política monetaria con tipos de cambio fijo y flexible.

### 1.1-Naturaleza y Mecánica de la Política Monetaria.

Antes de explicar las medidas adoptadas por México en materia de política monetaria citar una definición de qué es el dinero para pasar a cómo en la teoría funciona la oferta -la política monetaria- con régimen de tipo de cambio fijo y flexible, y su demanda.

" El dinero no es más ni menos que lo que él, o ella, siempre pensaron que era: lo que se da o recibe generalmente por la compra o la venta de artículos, servicios u otras cosas."<sup>1</sup>

Así, el dinero es un activo financiero fundamental en todas las economías modernas. Su existencia elimina la necesidad del trueque, al actuar como medio de intercambio, como unidad de cuenta, y como depósito de riqueza.

Dado que hay diversos y distintos tipos de activos que se pueden identificar como dinero (monedas, billetes, cuentas corrientes, cuentas de ahorro, y otros), los economistas han clasificado diferentes tipos de dinero y "cuasi" dinero en varios agregados de acuerdo a su liquidez en las conocidas M1, M2, M3, M4 etc.<sup>2</sup>

#### 1.1.1.-La oferta monetaria

La oferta monetaria, mejor conocida como política monetaria, tiene características especiales. Primero, el derecho a imprimir dinero de alto poder expansivo, como lo son los billetes y monedas, es casi siempre un monopolio legal del gobierno. Segundo, como regla general, cada país tiene una, y sólo una, moneda oficial bajo un sistema monetario de curso forzoso (moneda oficial), la oferta monetaria se determina principalmente por la política del Gobierno. No sucedía así cuando se usaban algunos productos como los metales preciosos, porque los cambios en la oferta quedaban determinados por la producción de metales preciosos.

La política económica del gobierno es, bajo un régimen de curso forzoso, el determinante básico, aunque no el único, de la oferta monetaria. La mayoría de los países tienen una institución oficial, por lo general un banco central, que posee la autoridad legal de emitir dinero de manera exclusiva.

<sup>1</sup> Galbraith Kenneth, "El dinero" Orbis, página 14

<sup>2</sup> Recientemente el Banco de México redefinió los agregados monetarios. Para mayor información, véase "Redefinición de agregados monetarios 1985-1998" Banco de México. Dirección General de Investigación Económica.

El banco central de cada país puede determinar la oferta de dinero de alto poder expansivo o base monetaria. Es común que los montos en circulación de agregados monetarios más amplios estén determinados por la interacción de la cantidad de dinero de alto poder expansivo emitida por el banco central, las regulaciones que rigen al sistema bancario y los instrumentos financieros que seleccionan las personas para sus portafolios de inversión.

El modo fundamental como el banco central cambia la cantidad de dinero de alto poder expansivo en la economía es a través de sus compras de activos al público –como los Cetes (Certificados de la Tesorería de la Federación) en México- y sus ventas de activos al público. Este cambio –la compra- se refleja en el balance del banco central como un aumento en la tenencia de activos del banco central y un aumento en el dinero de alto poder expansivo emitido por el banco central, a su vez, se contabiliza como un pasivo del banco central.

Los tres tipos de operaciones que se usan más para cambiar la base monetaria son las siguientes: operaciones de mercado abierto, operaciones de redescuento y operaciones de cambio.

Las operaciones de mercado abierto son las transacciones de los bancos centrales cuando compran o venden bonos en el mercado abierto. Una compra de instrumentos financieros por parte del banco central, en su rol de autoridad monetaria, resulta en un incremento de la cantidad de dinero en manos del público. El banco compra los activos con dinero, que se pone entonces en circulación. A la inversa, una venta de valores por el banco trae consigo una declinación de la base monetaria.

Por lo regular las operaciones de mercado abierto son las herramientas más importantes que usan los bancos centrales para afectar la base monetaria en la economía.

Otra forma en que el banco central puede afectar la oferta monetaria es otorgando préstamos al sector privado. El banco central no hace préstamos a compañías no financieras, pero a través de la llamada ventanilla de descuento sí presta a los bancos privados y la tasa de interés al cual el banco central está dispuesto a prestar dinero a los bancos comerciales se conoce como la tasa de descuento.

Los bancos privados hacen uso de esta opción de crédito para dos propósitos diferentes:

- 1) Para ajustar sus reservas de efectivo en caso de que ellas caigan bajo el nivel requerido por las autoridades monetarias y,
- 2) Si las condiciones de mercado lo hacen atractivo, para obtener fondos que el banco puede prestar a sus clientes. En cualquiera de los dos casos los bancos comparan las condiciones de préstamos en la ventanilla de descuento con las condiciones para obtener fondos de fuentes alternativas.

Las operaciones de descuento conducen a cambios en la oferta de dinero de alto poder expansivo. Un préstamo a través de la ventanilla de descuento produce un incremento en la base monetaria igual al monto del préstamo.

Asimismo, los bancos centrales poseen una poderosa herramienta que pueden emplear para influir en la oferta de dinero de alto poder expansivo y en el monto del crédito disponible para el sector privado: pueden subir o bajar la tasa de descuento.

Al bajar esta tasa, se hace más atractivo para los bancos tomar préstamos en la ventanilla de descuento. Estos mayores préstamos incrementan la base monetaria y la disponibilidad de crédito en la economía. A la inversa, un incremento de la tasa de descuento hace menos atractivo para el sector financiero privado tomar préstamos del banco central.

Por lo general, se considera que usar la ventanilla de descuento es muy útil cuando se trata de llevar al cabo una política monetaria muy contractiva. Si la tasa de interés de descuento se colocara encima del costo del dinero en el mercado, esto penalizaría automáticamente a quienes necesitan tomar préstamos, porque sus reservas en efectivo han caído bajo el nivel requerido y, por lo tanto, una tasa de descuento más alta incentivaría la disciplina bancaria. Para afirmar su control sobre la base monetaria, el banco central suele aplicar una política de mercado abierto, a fin de compensar los efectos monetarios de sus operaciones a través de la ventanilla de descuento.

El banco central, puede deshacer o esterilizar los efectos del préstamo de descuento vendiendo bonos al público (y retirando de este modo un monto igual de millones de dinero de base monetaria, a esta operación por lo regular se le conoce como esterilización).

Operaciones de cambio: cuando compra o vende activos con denominación en moneda extranjera, el banco central también influye en la oferta monetaria. Si a lo largo de un año dado, el banco central resulta ser un comprador neto de divisas, estas operaciones conducen a un incremento neto de la base monetaria. A la inversa, si la autoridad monetaria termina como vendedor neto de divisas, la base monetaria declinará como resultado de estas operaciones, ello considerando un régimen de tipo de cambio fijo.

Sin embargo, aún con moneda flotante, en el mundo real los bancos centrales con frecuencia participan activamente en operaciones cambiarias para suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio —que se conoce como flotación sucia—. Por tal motivo, las operaciones cambiarias del banco central tienen el mismo efecto sobre la base monetaria bajo un tipo de cambio fijo y flotante sucio. La principal diferencia está en que, en una flotación limpia la autoridad monetaria simplemente no participa en dichas transacciones.

### **1.1.2. La demanda de dinero**

Del otro lado de la moneda está la demanda por dinero. La mayor parte de las teorías de la demanda por dinero se basan en el papel especial que juega el dinero como medio de intercambio. Este es el caso del enfoque de inventarios ( modelo Baumol-Tobin), el modelo más popular de la demanda por dinero. En este enfoque, la idea esencial es la siguiente: las familias necesitan dinero para hacer las transacciones y necesitan un "trade-off " al comparar el costo de oportunidad de mantener el dinero ( el interés que se deja de ganar) contra los costos de transacción de la conversión frecuente de otros activos en dinero. Este problema es muy similar al que enfrenta una empresa que debe decidir su nivel óptimo de inventarios.

Las inferencias fundamentales de este modelo son que la demanda por dinero es una demanda de saldos reales ( esto es, no existe ilusión monetaria) y que la demanda por dinero depende positivamente del ingreso real y negativamente de la tasa de interés. Por otro lado, el modelo de Baumol-Tobin proporciona estimaciones cuantitativas específicas de la elasticidad de la demanda por dinero respecto del ingreso real (1/2) y a la tasa de interés (-1/2).

Asimismo, la demanda por saldos reales no es afectada por cambios en el nivel de precios, pero responde positivamente a un aumento de ingreso real y negativamente a un incremento en las tasas nominales de interés.

Sin embargo, las predicciones sobre la demanda de dinero con el tiempo se han vuelto más inexactas como consecuencia del papel de las innovaciones financieras y la desregulación bancaria, que han tenido el efecto de reducir el costo de conversión de activos que devengan interés a dinero efectivo y de ofrecer sustitutos para el dinero.

La doctrina monetarista enfatiza la existencia de una función estable de demanda por dinero, en el cual los saldos reales son una función de unas pocas variables identificables. En consecuencia, la estabilización de la oferta monetaria puede ser una política útil para estabilizar la economía. Dado que los monetaristas creen que la estabilidad del dinero es muy alta, consideran que el papel de la oferta monetaria es un modo efectivo de estabilizar el PIB nominal.

## **1.2.-Diferencia entre los tipos de cambio fijo y el de bandas**

### **1.2.1. Origen del tipo de cambio fijo.**

Antes de comenzar a explicar como funcionan los diferentes esquemas cambiarios fijo y flexible, vale la pena hacer un poco de historia de los regímenes cambiarios.

Fue precisamente el esquema de tipo de cambio fijo el que predominó durante el siglo XIX. Ejemplo de él, es el patrón oro, en cuanto compromete a la autoridad monetaria con una relación de precio fijo entre la moneda local y el oro. El patrón oro prevaleció durante la "Época dorada" de 1870 a 1914, y esporádicamente en la década de 1920 y los primeros años de los Treinta, hasta su colapso durante la Gran Depresión.

Tras la Segunda Guerra Mundial, el acuerdo de Bretton Woods estableció un sistema cambiario fijo entre las naciones miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI), que incluía a la mayor parte de las economías del mundo. Bajo este acuerdo, estos países debían fijar su moneda en términos del dólar norteamericano y, el dólar, a su vez, debía ser convertible en oro al precio fijo de \$35 dólares por onza.<sup>3</sup>

Cabe decir, que la relación con el oro, era sólo parcial, ya que el gobierno de Estados Unidos sólo estaba obligado a convertir dólares en oro a gobiernos extranjeros. El sistema de Bretton Woods, se derrumbó en 1971 cuando el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, suspendió la convertibilidad del dólar en oro. Es decir, afirmó que no continuaría vendiendo oro automáticamente a gobiernos extranjeros a cambio de dólares y modificó de manera unilateral la paridad del dólar respecto de las otras monedas internacionales.

Así, desde 1973 las principales monedas del mundo han estado operando bajo un esquema de tipo de cambio flotante (sucio o manejado). Tal es el caso del dólar norteamericano, el marco alemán y el yen japonés.

No obstante, desde la segunda mitad de los años Ochenta los gobiernos más importantes han intervenido con frecuencia en los mercados cambiarios para mantener sus monedas dentro de bandas informales preestablecidas.

Sin embargo, todavía en gran parte de los países en desarrollo, el régimen de tipo de cambio fijo es el predominante, cuya elección más común, es fijar la tasa respecto al dólar norteamericano.

A fines de los Noventa, la gran mayoría de los países miembros del FMI mantenía un esquema de fijación. Sólo 48 de 154 países observaban flotación manejada y/o independiente.

¿Cómo funciona el tipo de cambio fijo?

---

<sup>3</sup> No se le permitía a los ciudadanos estadounidenses la posesión de oro monetario y la Junta de la Reserva Federal no estaba obligada a convertir dólares en oro para ciudadanos privados. Véase: SACHS-LARRAIN *Macroeconomía en la Economía Global*. Editorial Prentice Hall, 1997.

En un sistema de tipo de cambio fijo, que se define como el número de unidades de moneda nacional que se necesitan para comprar una unidad de moneda extranjera, el banco central fija el precio relativo entre la moneda local y una moneda extranjera. Este precio fijo suele llamarse *el valor par de la moneda*. Aunque puede haber casos en los que la moneda sea inconvertible, es decir, que no se respete el precio oficial, en los casos de una moneda *convertible*, en el cual el tipo de cambio fijo es efectivamente el precio al que la moneda nacional se puede convertir a la moneda extranjera, implica que el banco central está preparado para intervenir si el precio del mercado privado se aparta del precio oficial.

Si suponemos que el Banco de México decide fijar el peso a la tasa de 3 pesos por dólar manteniendo la convertibilidad, eso significa que el Banco de México se compromete a vender tres pesos por cada dólar o a vender un dólar por cada tres pesos entregados al banco central. Lo que no significa que intervenga cada que alguien desee comprar o vender dólares sino únicamente que está preparado para intervenir si el precio del mercado privado se aparta de los tres pesos por dólar. Bajo este acuerdo, mientras el sector privado tenga confianza en que el banco central hará honor a su compromiso, los bancos privados y otras firmas financieras estarán dispuestos a negociar pesos por dólares al precio oficial, más una pequeña comisión, a sabiendas de que siempre puede revertir la operación directa con el banco central.

Con un tipo de cambio fijo lo que por lo general hace el banco central es establecer una banda de precios aceptables dentro de la cual se permite que fluctúe la divisa .

Así, en las operaciones de cambio bajo un tipo de cambio fijo, el banco central convierte moneda local por moneda extranjera ( o viceversa ) a fin de estabilizar el tipo de cambio. Ello, a través de reducir o aumentar sus reservas de activos externos mejor conocidas como reservas internacionales e intercambiando moneda local por moneda extranjera.

Las compras de reservas externas por el banco central llevan variaciones en la base monetaria. Es decir, la oferta monetaria interna cambiará generalmente en un sentido u otro a medida que el banco central cambia moneda local por moneda extranjera a fin de mantener constante el tipo de cambio.

Es así como un país puede fijar el tipo de cambio ligando unilateralmente su moneda a la de otra nación y manifestándose dispuesto a comprar y vender la moneda extranjera a cambio de moneda local al tipo de cambio escogido. O bien, puede haber un acuerdo conjunto entre los países cuyas monedas se fijarán recíprocamente. Una fijación unilateral es típica de economías en desarrollo que fijan su moneda a la de un país industrializado, donde el país local asume la responsabilidad total de mantener un tipo de cambio al nivel que se ha comprometido. Si la moneda extranjera a la que se ha fijado la moneda local es por ejemplo el dólar norteamericano, la Reserva Federal estadounidense por lo

general no interviene para ayudar al gobierno local a mantener estable el tipo de cambio.

En otros casos, mantener el tipo de cambio es una responsabilidad compartida entre los países afectados, como fue el caso de la Unión Europea.

### **1.2.2. El esquema de bandas cambiarias**

El esquema de bandas cambiarias es una modalidad del tipo de cambio fijo. En este esquema, el gobierno local fija los límites máximo y mínimo dentro del cuál puede fluctuar el precio de la moneda local respecto de la extranjera.

En algunos casos el techo se mantiene con desliz cambiario para que el tipo de cambio tienda a su tasa real de equilibrio y que se conoce como "banda de amplitud creciente".

Esta modalidad se ha aplicado cuando se reconoce la necesidad de que el tipo de cambio se vaya ajustando a las condiciones reales que prevalezcan en la economía.

El objetivo de esta modalidad es gradualmente dar mayor flexibilidad al tipo de cambio para que éste se vaya ajustando a las condiciones subyacentes de la economía.

Con este esquema el banco central sólo interviene en el mercado cuando el tipo de cambio llega a tocar cualquiera de los límites de la banda. En el límite inferior compra y en el superior vende, con la ventaja de que ya no tiene que hacer intervenciones frecuentes en el mercado cambiario, y entonces resulta menos difícil el control de la base monetaria, en virtud de que la base se expande cuando el banco central compra divisas y se contrae cuando las vende.

De acuerdo con el Banco de México <sup>4</sup>, un esquema de bandas de amplitud creciente luego de cierto tiempo le permite al tipo de cambio mayor flexibilidad con lo que coadyuva más eficazmente al equilibrio de la balanza de pagos y en consecuencia sólo se hace necesario utilizar o incrementar la reserva internacional cuando se alcanza el techo o piso de la banda.

Asimismo, si se da el caso de que se llegue a presentar alguna presión devaluatoria, no se hace necesario utilizar la reserva de inmediato, ya que el uso de la reserva se hace cuando el tipo de cambio alcanza el techo de la banda, con lo que se conservaba la reserva para evitar movimientos pronunciados del tipo de cambio.

---

<sup>4</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, Pág. 52

La flexibilidad del tipo de cambio está acotada por los límites de la banda. El Límite Superior evita elevaciones erráticas del tipo de cambio que hubiesen ocasionado trastornos innecesarios, sobre todo por su impacto sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. El Límite Inferior sirve para impedir que el peso se revalúe en demasía, lo cual podría perjudicar la competitividad internacional de la economía.

### **1.3.La importancia del régimen cambiario en la política monetaria**

Como hemos visto, la política monetaria se centra en el uso de medidas para influir en el comportamiento de la base monetaria (en su mayor parte compuesta por billetes y monedas en circulación). Es decir, envuelve los cambios en la oferta de dinero<sup>5</sup>.

Podemos definir a la política monetaria como el conjunto de acciones que implementan las autoridades financieras tendientes a afectar la estructura de la cartera de activos de los agentes económicos (empresas, bancos, personas). En otras palabras describe el control del gobierno sobre la oferta monetaria y el sistema bancario a través de la compra y venta de activos financieros del gobierno por parte del banco central.<sup>6</sup>

La pregunta en torno a cómo funciona la política monetaria, ya sea con un tipo de cambio fijo o con uno flotante, se centra en el hecho de que su operatividad y su efecto final en la estabilidad de precios será distinta, dependiendo del régimen cambiario.

Siguiendo el planteamiento de Baqueiro y Rubli<sup>7</sup>, la política monetaria “es capaz de afectar sistemática y permanentemente variables nominales tales como el ingreso y los precios”. Sin embargo, “su capacidad para provocar efectos persistentes sobre las variables económicas reales es nula”.

El objetivo general planteado por la política monetaria es la estabilidad de los precios, en razón del enorme vínculo o correlación entre la cantidad de dinero y el nivel general de precios.

Esto último se basa en el principio de la teoría cuantitativa que indica que los precios aumentan porque hay más dinero persiguiendo menos bienes, aunque considerarla como única explicación resulta muy simplista para los autores. No sólo porque “la operatividad de la política monetaria – y por consiguiente su efecto sobre su objetivo final que es la estabilidad de precios- será distinta dependiendo

<sup>5</sup> Hall, R. & Taylor, J. “Macroeconomics” W W Norton & Company. 1991 pág. 102

<sup>6</sup> Bangly, M. % Friedman, P. “Macroeconomics, Financial Markets an the International Sector” Richard D. Irwin, 1991, p.135.

<sup>7</sup> Artículo La Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaisser, Banco de México.

del régimen cambiario que se mantenga” sino también porque hay otros fenómenos que influyen en el alza de los precios.

“Por ejemplo, si en una economía con tipo de cambio fijo, el circulante crece a tasas elevadas y esto va aunado a una significativa acumulación de reservas y a una baja del saldo del crédito interno, la inflación no puede ser resultado de esa gran expansión de la oferta monetaria. Las autoridades no ejercen bajo esas circunstancias ningún control sobre la cantidad de dinero. Ésta estará determinada por la demanda de la sociedad”.<sup>8</sup>

Ejemplo de lo anterior, fue el periodo de 1990-1991 donde M1 crecía a tasas “explosivas”, pero se acumulaban reservas internacionales y el crédito interno se contraía. A pesar de esto último, se observó un crecimiento de precios moderado y “no correspondió” a lo que algunos lo atribuyeron sólo al aumento del dinero en circulación, sostienen Baqueiro y Rubli.

#### **1.4. La política monetaria con régimen de tipo de cambio fijo**

En el caso de una economía abierta que opera con un tipo de cambio fijo “o al menos que no esté bajo un régimen de flotación limpia”, se da una oportunidad adicional para dar salida al exceso de dinero o bien “se crea una fuente nueva de generación o destrucción del dinero: el sector externo”.

Ello porque los cambios en la oferta nominal de dinero no solo se generan por el crédito interno sino también al momento que se dan las transacciones con el exterior. Se pierde el control sobre la oferta nominal de dinero y a lo más se tiene sobre el crédito interno.

Entonces, cuando se da una expansión del crédito que lleva a que la oferta monetaria sea mayor al crecimiento de la demanda de dinero, aumentan los precios, las importaciones y bajan las exportaciones y se da una baja en las reservas internacionales.

Con ello, el público disminuye la cantidad de dinero en circulación hasta que se restablezca el equilibrio en el mercado de dinero.

En el caso de que la oferta monetaria sea menor que la demanda. El menor gasto producirá una caída en las importaciones y/o un aumento de las exportaciones, hasta el punto en que el aumento en las exportaciones determine el aumento en las reservas internacionales, eleve la oferta monetaria y se restablezca el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero.

---

<sup>8</sup> Pág. 342 de “Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible” de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaiser, Banco de México

Así, “un excedente (o faltante) en la oferta monetaria da lugar a un déficit (o superávit) global en la balanza de pagos, entendido este último como los movimientos de la reserva internacional del banco central”<sup>9</sup>.

Es así como, en un régimen de tipo de cambio fijo o predeterminado, las autoridades monetarias no pueden controlar la cantidad de dinero en la economía, sino sólo su componente doméstico. Es decir, sólo el crédito interno, ya que el público determina la cantidad de activos financieros que desea tener en su poder mediante transacciones internacionales.

Con la existencia de un tipo de cambio fijo, no es posible ya “controlar plena y absolutamente la cantidad de dinero”. Una política expansiva directamente no se traduce en un aumento de precios, porque el sector externo amortigua y se observa una pérdida de reservas internacionales hasta restablecer el equilibrio.

En consecuencia, la oferta de dinero está determinada por la demanda del público y no por las autoridades. Estas pueden controlar el tipo de cambio o la cantidad de dinero, pero será imposible controlar las dos cosas.

A esto se añade que con un tipo de cambio fijo, los agregados monetarios no necesariamente reflejan la posición de la política monetaria, a lo más el nivel de crédito interno – una de las dos fuentes de oferta de dinero- y en consecuencia se vuelve el mejor indicador del desempeño de la política monetaria.

### **1.5. La política monetaria en un régimen de tipo de cambio flexible**

Cuando existe un tipo de cambio flotante, la expansión del crédito genera un aumento por contraparte en los billetes y monedas (pasivos) del banco central de donde el público buscará según le convengan deshacerse por “varias vías” que tienden a aumentar el nivel de precios.

Por el contrario, en un régimen de tipo de cambio fijo la obligación del banco central de mantener determinada paridad ofrece al público una vía “por medio de la cual puede modificar directamente el monto de sus tenencias monetarias: por moneda extranjera con el banco central si sus tenencias son excesivas o bien intercambiando moneda extranjera por nacional cuando son deficientes”<sup>10</sup>.

Mayor expansión monetaria en una economía cerrada se traduce en un exceso de demanda de bienes y servicios. “En tal caso, los precios – y la producción en caso

---

<sup>9</sup> Pág. 341 de “Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible” de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaisser, Banco de México.

<sup>10</sup> Pág. 340 de “Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible” de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaisser, Banco de México.

de haber capacidad ociosa – aumentarán hasta que se corrija el desequilibrio en el mercado monetario”.<sup>11</sup>

Es decir, la oferta y demanda del dinero se elevarán hasta que alcancen un nuevo equilibrio, es decir, que en tanto el sistema bancario determina la cantidad nominal del dinero, el público determina la real.

De acuerdo con los autores este mismo resultado opera para una economía abierta con tipo de cambio flotante, en donde “el exceso de oferta monetaria, al traducirse en un aumento de la demanda por bienes y servicios no sólo presionará a los precios y en su caso a la producción, sino que generará un aumento en la demanda por moneda extranjera que llevará a una devaluación del tipo de cambio.

Los ajustes en los precios, la producción y el tipo de cambio continuarán hasta que se alcance el equilibrio en el mercado monetario”<sup>12</sup>.

Los autores concluyen que “una flotación libre del tipo de cambio permite sellar determinada cantidad de dinero dentro de la economía en el sentido que no existe una válvula de escape por medio de las reservas internacionales”.

Entonces, el mayor gasto necesariamente es mayor deuda, lo que aumentará los precios, y en consecuencia la moneda se tendrá que devaluar. “Al renunciar a la fijación cambiaria las autoridades tienen control absoluto de la oferta monetaria”.

---

<sup>11</sup> Pág. 341 de “Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible” de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaiser, Banco de México.

<sup>12</sup> Pág. 341 de “Política Monetaria con Tipo de Cambio Fijo y Flexible” de Armando Baqueiro Cárdenas y Federico Rubli Kaiser, Banco de México

## **Capítulo 2**

### **Operación de las Políticas Cambiaria y Monetaria.**

En este capítulo hacemos un resumen de cómo operan en la práctica la instrumentación de las políticas cambiaria y monetaria en México y sus principales elementos. Mismos que a lo largo del trabajo se analizarán más a detalle desde su concepción hasta sus principales cambios. Pero ahora damos esta visión global con la intención de que entregue elementos suficientes para el análisis posterior.

#### **2.1 Elementos de política cambiaria**

##### **2.1.1 Mercado cambiario y de divisas**

El mercado cambiario, también conocido como mercado de cambios, es aquél en donde los compradores (o demandantes) y los vendedores (u oferentes) intercambian divisas. De ahí que el tipo de cambio no es sino un precio relativo, esto es, la relación de intercambio de una moneda expresada en términos de la unidad de otra moneda.

Las divisas pueden ser: 1) billetes y monedas, 2) documentos u otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata, y 3) transferencias entre cuentas; en los tres casos denominados en moneda extranjera.

A pesar de las numerosas operaciones de compra-venta de billetes y monedas extranjeras que turistas, pequeños comerciantes e inversionistas y el público en general realizan con los bancos y las casas de cambio, por su volumen, desempeñan un papel secundario dentro del mercado cambiario.

Del mismo modo, es muy reducido el volumen operado con otros instrumentos de disponibilidad inmediata emitidos por intermediarios financieros, tales como los giros, cheques de viajero y cheques de caja.

A diferencia de estos dos casos que integran el mercado al menudeo, la mayoría de las transacciones en moneda extranjera son transferencias entre cuentas de banco, casas de cambio, corredores de divisas especializadas y grandes empresas, las cuales son realizadas mediante comunicaciones telefónicas, de fax, télex o computadora. Este mercado es conocido como interbancario o al mayoreo.

En México, el mercado de cambios posee dos características propias: primero, la mayor parte de las transferencias se realizan con el dólar estadounidense y, segundo, los volúmenes más importantes de operaciones en moneda extranjera se llevan a cabo en la cotización spot, lo cual significa que una vez concertada la operación se liquida a los dos días hábiles siguientes. En otras palabras, la operación tiene una fecha valor de 48 horas hábiles.

Existen también, sin embargo, operaciones de compra-venta de divisas con fecha valor mismo día y a 24 horas.<sup>13</sup>

Hasta diciembre de 1997 se contó con un mercado de coberturas cambiarias de corto plazo introducido diez años antes, en cuyo contrato se compensaban los diferenciales de variaciones en los tipos de cambio a través de la compra-venta de primas en plazos menores a un año. La liquidación de las operaciones siempre se realizaba en el país, en moneda nacional.

En 1995, nuevamente se autorizó la operación de contratos de futuros y opciones sobre el peso mexicano en la bolsa mercantil de Chicago. El monto por contrato era de 500,000 pesos y se tiene cuatro fechas de vencimiento en el tercer miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

En la Bolsa Mexicana de Valores, el 15 de diciembre de 1998 iniciaron operaciones el Mercado Mexicano de Derivados y su cámara de compensación (Asigna) negociando futuros sobre el tipo de cambio peso/dólar. El tamaño de cada contrato era de 10,000 dólares, también con liquidaciones al vencimiento en el tercer miércoles (o el día hábil anterior) en marzo, junio, septiembre y diciembre.

### **2.1.2.- Tipos de Cambio Representativos**

En virtud de la infinidad de operaciones cambiarias que se llevan a cabo entre los diversos intermediarios financieros, y entre éstos y el público en general, a lo largo de cada jornada se registran múltiples cotizaciones del peso respecto al dólar. Los tipos de cambio pueden ser cotizaciones de venta o de compra, corresponder a operaciones de mayoreo o de menudeo, o bien pueden ser producto de transacciones realizadas a distintas horas.

Sin embargo, como se apuntó líneas arriba, las operaciones al mayoreo representan el mayor volumen de las transacciones cambiarias en México, por lo cual las cotizaciones respectivas resultan mucho más representativas de la situación del mercado que las relativas operaciones del menudeo cuyas cotizaciones, además, muestran una gran diversidad, aún a la misma hora, entre unos intermediarios y otros.

Asimismo, antes de las 9:00 y después de las 13:00 horas, el mercado cambiario en México tiene mucho menos actividad que en el periodo comprendido entre esas horas, por lo que las cotizaciones vigentes fuera de ese lapso no son representativas de la situación de la jornada cambiaria.

---

<sup>13</sup> En la actualidad el mercado de cambios peso-dólar abre a las 9:00 y cierra a las 13:30 hrs. Aunque los intermediarios pueden llevar a cabo a cualquier hora operaciones en el mercado internacional con otras monedas ajenas al peso. En el caso particular de contratos con fecha valor mismo día, el mercado cierra a las 10:30 hrs.

# Tipos de Cambio Representativos



**Mercado al Mayoreo**  
(interbancario)

*Fecha Valor:*

Mismo día

24 horas

48 horas (spot)

Banxico

**FIX**

**Mercado al Menudeo**

*Operaciones al Contado*

En ventanilla bancaria

En casas de cambio

Es así que el Banco de México informa diariamente, alrededor de las 14:30 horas, de las cotizaciones de compra y venta en operaciones al mayoreo (dólar spot) que esa institución obtiene en las principales empresas de cambios que operan en el país. Dichas cotizaciones son las que se observan a las 9:00 y a las 13:30 horas, y se indican la máxima de venta y la mínima de compra registradas entre las horas mencionadas.

Además de la cotización spot, informativa de las condiciones del mercado, a la fecha se publica una cotización oficial del dólar respecto al peso: el Tipo de Cambio para Solventar Obligaciones en Moneda Extranjera Pagaderas en la República Mexicana, también conocido como tipo de cambio FIX<sup>14</sup>.

El 22 de marzo de 1996, el Banco de México publicó en el Diario Oficial de la Federación las disposiciones aplicables para la determinación del tipo de cambio

<sup>14</sup> La Ley del Banco de México en su artículo 35 faculta al banco central del país a expedir "las disposiciones conforme a las cuales se determine el o los tipos de cambio a que deba calcularse la equivalencia de la moneda nacional para solventar obligaciones de pago en moneda extranjera, contraídas dentro o fuera de la República para ser cumplidas en ésta. También podrá determinar los tipos de cambio aplicables para operaciones por las que se adquieran divisas contra entrega de moneda nacional, siempre que ambas o algunas de estas prestaciones se cumplan en territorio nacional". Diario Oficial de la Federación, 23 de diciembre de 1993.

FIX, las cuales abrogaron las anteriores vigentes desde el 10 de noviembre de 1991<sup>15</sup>.

De acuerdo con estas disposiciones, el Banco de México obtiene cada día hábil bancario cotizaciones del tipo de cambio de compra y venta del dólar estadounidense, para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente a la fecha de cotización, de instituciones de crédito cuyas operaciones reflejen las condiciones predominantes en el mercado de cambios al mayoreo, por un monto que, a su juicio, refleje la práctica predominante en dicho mercado.

Tales cotizaciones las solicita el banco central en tres periodos: de las 9:00 a las 9:59 horas, de las 10:00 a las 10:59 horas, y de las 11:00 a las 12:00 horas. Cada institución de crédito sólo presenta cotizaciones en un periodo por día.

Para el efecto, el Banco de México selecciona aleatoriamente dentro de cada uno de dichos periodos, un intervalo de 15 minutos para solicitar las cotizaciones mencionadas de al menos cuatro instituciones bancarias.

Con base en la información que recibe cada periodo, el banco central procede a calcular el tipo de cambio FIX y lo da a conocer de manera extraoficial, alrededor de las 13:00 horas, el mismo día en que se determina y lo publica en el Diario Oficial de la Federación el día hábil bancario inmediato siguiente.

Cabe señalar que las obligaciones de pago denominadas en dólares que se contraigan dentro y fuera y del país, para ser cumplidas en éste, se cubren entregando su equivalente en moneda nacional, al tipo de cambio que el Banco de México publique en el Diario Oficial el día hábil bancario inmediato anterior a aquél en que se haga el pago.

### **2.1.3.- Mecanismos de intervención en el mercado cambiario**

Los bancos centrales rara vez se someten a un papel enteramente pasivo aún adoptando un régimen de tipo de cambio flexible. A este respecto en los últimos años se ha llegado a un creciente consenso de que la política monetaria debe ser transparente para crear un entorno económico estable, lo cual exige a su vez reglas claras sobre la instrumentación de la política económica en general.

No obstante, una política monetaria más transparente no necesariamente implica transparencia en los métodos que el banco central utiliza para aplicar su política. Por ejemplo, el banco central puede anunciar que tiene intenciones de elevar la tasa de interés o adoptar una paridad fija, pero no necesariamente dará a conocer cómo pretende lograr estos objetivos.

---

<sup>15</sup> Al respecto puede verse también la Circular-Telefax 24/96 enviada por el Banco de México a las instituciones de crédito en esa misma fecha.

Para Charles Enoch<sup>16</sup>, el mercado de cambios es esencialmente pertinente para la transparencia, porque es uno de los principales mecanismos de transmisión de los instrumentos de la política monetaria a los objetivos finales y por su naturaleza, con frecuencia predominan factores no económicos en la política con respecto a este mercado, por ejemplo, cuando las presiones políticas o el deseo de mantener la credibilidad del régimen cambiario llevan a los bancos centrales a sostener tipos de cambio inconsistentes con la situación económica por la que transita un país en un determinado periodo.

Para el autor citado, quizá la mejor forma de lograr la transparencia sea divulgando la información sobre las actividades del banco central en el mercado de divisas. No obstante, en vista de que las operaciones del banco central en este mercado se caracterizan en general por su falta de transparencia, estas medidas tendrían que complementarse con anuncios previos de política y, después de un periodo breve, con una información oficial de si la política aplicada se ajustó a las intenciones anunciadas. Concretamente, el público debe contar rápidamente con información exacta sobre el saldo de las reservas monetarias internacionales.

En este sentido, en México posterior a la crisis cambiaria de 1994 y sólo después de que reingresaron los capitales al país y se accedió a los mercados internacionales de deuda, se establecieron mecanismos de intervención del Banco de México para fortalecer las reservas internacionales y moderar la volatilidad del tipo de cambio.

Estos se conocieron como subasta de venta y compra de opciones de dólares. Mismos que estuvieron vigentes hasta el año pasado en que el banco central decidió no seguir con el proceso de acumulación de reservas internacionales por esta vía.

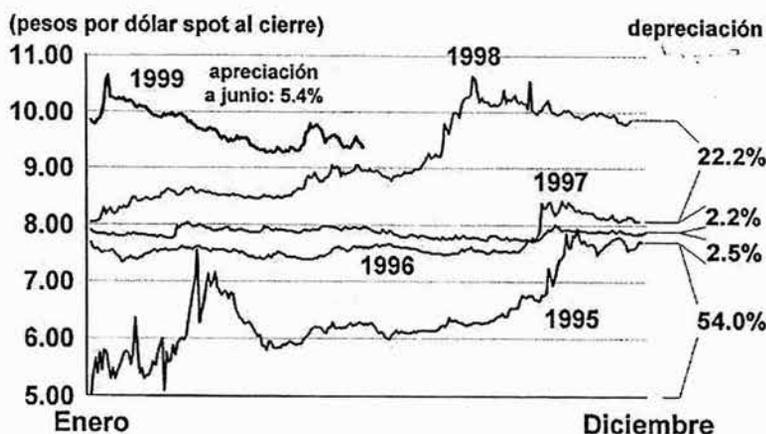
Luego de periodos de fuerte volatilidad entre 1995 y 1998, el tipo de cambio comenzó en 1999 a observar una fuerte apreciación al mantenerse alrededor de los nueve pesos por dólar. Esta situación se mantuvo incluso una vez pasado el cambio electoral del año 2000 cuando llegó el gobierno de Vicente Fox.

Desde el 2000 y hasta el 2002 el nivel de tipo de cambio no observó depreciaciones bruscas y comenzó a perder sus niveles de apreciación de manera paulatina, hasta que luego de la crisis de los Estados Unidos el dólar se ha depreciado hasta rondar los 11.50 pesos por dólar.

---

<sup>16</sup> Enoch Charles, Transparency in Central Bank Operations in the Foreign Exchange Market, documento de análisis y evaluación de la política económica 98/2, FMI.

# El Dólar en Libre Flotación



## 2.1.3.1.- Subasta de Opciones Cambiarias

Durante 1995, el primer año donde se adoptó el régimen cambiario de libre flotación en México, la evolución del tipo de cambio mostró una fuerte inestabilidad resultando del ambiente generalizado de incertidumbre macroeconómica que se vivió, inestabilidad que se redujo de manera importante durante 1996 y 1997.<sup>17</sup>

Debido a la evolución favorable del mercado cambiario en 1996 y a la gran caída que habían sufrido las reservas internacionales, la Comisión de Cambios<sup>18</sup> consideró en agosto de 1996 que por motivos prudenciales sería conveniente aumentar las reservas internacionales debido a que un mayor nivel contribuiría a

<sup>17</sup> Alejandro M. Werner demuestra que exceptuando los periodos de extrema volatilidad observados durante 1995, "que estuvieron asociados a una incertidumbre macroeconómica generalizada, la volatilidad del tipo de cambio fue similar a la observada en otros países [ una muestra de 11] que mantienen un tipo de cambio flexible". Su trabajo destaca que durante el segundo semestre de 1996 la volatilidad de las fluctuaciones del peso fue la segunda menor de la muestra después de Canadá, donde el banco central intervino frecuentemente en el mercado cambiario. Ello lleva a pensar al autor que una vez que el mercado financiero y los agentes económicos aprenden a operar en este régimen y a medida que continúa el desarrollo de instrumentos financieros que permitan el mejor manejo del riesgo cambiario, la volatilidad observada no representará un costo significativo ni para el sistema financiero ni para el sector real de la economía. Véase "Un Estudio Estadístico sobre el Comportamiento de la Cotización del Peso Mexicano frente al Dólar y de su Volatilidad", Serie Documentos de Investigación, no. 9701. Banco de México.

<sup>18</sup> La Ley del Banco de México en su artículo 21 establece que la Comisión de Cambios, responsable de todas las decisiones relacionadas con la política cambiaria, estará conformada por el gobernador y dos subgobernadores del Banco de México y el secretario y dos subsecretarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El artículo 22 de la misma Ley faculta a la Comisión de Cambios para señalar las directrices respecto al manejo y la valuación de las reservas internacionales.

que el país obtuviese mejores condiciones en cuanto al plazo y el costo del financiamiento externo.<sup>19</sup>

Además, la Comisión consideró que esta acumulación se podría lograr sin alterar el régimen cambiario de flotación mediante un esquema que favoreciera las compras del Banco de México cuando el mercado estaba ofrecido y las inhibiera cuando estaba demandado, ello sin enviar señales sobre un nivel de tipo de cambio, preservándose así una de las características principales del régimen de flotación.<sup>20</sup>

De esta manera, se estableció un programa de compra de dólares a través de la venta de opciones cambiarias a las instituciones de crédito por parte del Banco de México cuyo esquema se resume a continuación.<sup>21</sup>

El Banco de México subasta derechos de venta de dólares al propio banco central el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito. Estos derechos se pueden ejercer total o parcialmente dentro del mes inmediato siguiente.

Los tenedores de los derechos pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia (tipo de cambio FIX) determinado el día hábil inmediato anterior, cuando dicho tipo de cambio sea mayor a su promedio de los 20 días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos.

Las compras de divisas producto de este esquema de opciones son esterilizadas en su totalidad,<sup>22</sup> esto es, el efecto expansivo sobre la base monetaria de las compras de moneda extranjera que lleve a cabo el instituto emisor será compensado para que la evolución de la oferta de dinero primario no sea modificada<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Como ya se indicó, en un régimen de tipo de cambio flexible en teoría no hay razón para mantener reservas monetarias internacionales ya que no existe el compromiso de defender una paridad; sin embargo, un país deudor debe mantener divisas en reserva para atender tanto sus obligaciones financieras de corto plazo con el exterior, como los vencimientos de compromisos externos del gobierno.

<sup>20</sup> La "exposición de motivos" de esta decisión se encuentra en el Boletín de Prensa 69 del 1 agosto de 1996. La mecánica operativa puede verse en la Circular-Telefax 71/96 de misma fecha.

<sup>21</sup> Para un modelo de valuación de las operaciones cambiarias a través de opciones y el establecimiento de una función de ejercicio óptimo, puede verse a Alejandro M Werner y Alexis Milo, Acumulación de Reservas Internacionales a Través de la Venta de Opciones: el Caso Mexicano, Serie Documentos de Investigación, no. 9801.

<sup>22</sup> A este respecto Alejandra M. Werner señala que hasta fines de 1997 no se detectó un efecto importante de las intervenciones en el mercado cambiario y de su esterilización subsecuente en la determinación del tipo de cambio y las tasas de interés. Véase el efecto sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de las intervenciones en el mercado Cambiario y el Proceso de Esterilización, Serie Documentos de Investigación, no. 9706.

<sup>23</sup> Cómo se detallará más adelante, podemos definir ahora a la base monetaria por el lado de sus usos como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito; por el lado de sus fuentes, como la suma de reservas internacionales en moneda nacional y el crédito interno neto. Es también sinónimo de "dinero primario".

Dado que el tipo de cambio de ejercicio de la opción cambia día con día y es igual al tipo de cambio de referencia del día anterior, ello indica que la ganancia obtenida en el ejercicio de esta opción será igual a la apreciación diaria del tipo de cambio. Asimismo, se especifica que la opción sólo podrá hacerse efectiva si el tipo de cambio de ejercicio es mayor que el promedio móvil de este tipo de cambio para los 20 días hábiles inmediatos anteriores.

Esta restricción evita que, de darse una depreciación abrupta del tipo de cambio y una apreciación subsecuente moderada, el Banco de México acumule reservas en un momento en el cual la liquidez en el mercado cambiario, disminuye, por ejemplo, debido a un aumento en la incertidumbre. De presentarse esta situación se podría estar influyendo en la determinación del tipo de cambio.

Es así que el esquema propuesto cumple con el requerimiento de no señalar al mercado ningún nivel específico para el tipo de cambio. Incentiva la compra de dólares sólo cuando el mercado está ofrecido porque son los dueños de la opción y no el banco central, los que deciden cuando ejercerla. Por lo tanto, el criterio usado para determinar el ejercicio de la opción cambiaria responde al propósito de maximizar las ganancias de los tenedores de los derechos de venta y no a algún criterio de intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de México. La aplicación de este criterio responde además a las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura del dólar y de su volatilidad y no de la expectativa que tiene la autoridad monetaria al respecto.

## Evolución Diaria del Dólar Fix



En un inicio<sup>24</sup> se decidió que las subastas mensuales de opciones serían por 130 millones de dólares, monto que aumentó inmediatamente a 200 millones para septiembre de 1996 y a 300 millones de dólares para enero de 1997. En febrero de ese año la Comisión de Cambios resolvió que a partir de ese mes, en caso de ejercerse antes del día 16 el 80% o más de las opciones correspondientes a ese mes, se convocaría a una subasta adicional de opciones por otros 300 millones, pero estas últimas sólo tendrían vigencia por el resto del mes respectivo.<sup>25</sup>

A finales de julio de 1997, se decidió incrementar nuevamente el monto de las opciones susceptibles de ejercerse en agosto a 500 millones de dólares, realizándose una subasta por igual cantidad, si durante la primera quincena se ejercían el 80% o más de las opciones subastadas.<sup>26</sup> Este monto se mantuvo vigente en septiembre, pero dada la "rápida" acumulación de activos que se estaba realizando, la Comisión de Cambios acordó reducir el monto de las opciones de venta de dólares al Banco de México que podían ejercerse durante octubre a 400 millones de dólares. Para noviembre se redujeron a 250 millones, lo cual representaba un valor potencial de compra de divisas por parte del banco central de 500 millones de dólares. Este monto se mantuvo hasta septiembre de 1998.

Para los tres meses siguientes, y como consecuencia de la incertidumbre que presentaban los mercados financieros internacionales, que redujeron los flujos de divisas hacia México y que se reflejó en un menor volumen de operaciones en el mercado cambiario, se decidió suspender la venta de opciones.

El 23 de diciembre de ese año y "dada la mejoría de las condiciones prevalecientes en el mercado de divisas" se resolvió reanudar las subastas de opciones para el mes de enero por 250 millones de dólares; sin embargo, se canceló la opción de una subasta adicional en caso de que el 80% de las opciones se ejerzan antes del día 16. Estas condiciones se mantuvieron hasta que en el 2003 el Banco de México decidió dejar de acumular reservas internacionales por esta vía al considerar que ya eran incluso onerosas.

---

<sup>24</sup> La primera subasta se llevó a cabo el 7 de agosto de 1996 para que fueran ejercidos los derechos en ese mismo mes.

<sup>25</sup> "Las condiciones favorables de la balanza de pagos se han acentuado en el curso del presente año, en parte por razones estacionales, lo cual ofrece una oportunidad para acelerar el paso de acumulación de reservas sin trastocar el mercado de cambios", se dijo que en el Boletín de Prensa 18 emitido ese día para explicar la nueva medida.

<sup>26</sup> La decisión de hacer posible la compra mensual de un máximo de 1,000 millones de dólares se debió "al contexto internacional de gran liquidez", que junto con "el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento de nuestra economía" conducían a una apreciación no deseada del peso con respecto al dólar. "Ello podría conducir a que se acelere la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio real. De continuar una apreciación acelerada de la moneda, podría disminuir la rentabilidad esperada de la inversión en el sector de bienes comerciables, la cual ha impulsado la recuperación actual de la economía, poniéndose en riesgo la sostenibilidad del crecimiento", se argumentó en el Boletín de Prensa 75 del 30 de julio de 1997.

Este mecanismo para acumular reservas en condiciones de mercado ha cumplido el objetivo para el cual fue creado. Hasta el momento en que se suspendió se habían acumulado un total de 12 mil 220 millones de dólares, el 20.8% del total de las reservas internacionales acumuladas hasta abril de 2004.

<b>Compra de Dólares Mediante el Mecanismo de Opciones (millones de dólares)</b>				
<b>Año/Mes</b>	<b>Subastado</b>	<b>Ejercido</b>	<b>%</b>	
1996 Agosto	130	130	100.0	
Septiembre	200	200	100.0	
Octubre	200	179	89.5	
Noviembre	200	200	100.0	
Diciembre	200	200	100.0	
1997 Enero	300	300	100.0	
Febrero /*	600	448	74.7	
Marzo	300	120	40.0	
Abril	600	563	93.8	
Mayo	300	300	100.0	
Junio	300	20	6.7	
Julio	600	600	100.0	
Agosto	500	500	100.0	
Septiembre	500	500	100.0	
Octubre	400	375	93.8	
Noviembre	250	250	100.0	
Diciembre	500	500	100.0	
1998 Enero	250	49	19.6	
Febrero	250	0	0.0	
Marzo	250	250	100.0	
Abril	500	460	92.0	
Mayo	250	149	59.6	
Junio	250	0	0.0	
Julio	500	500	100.0	
Agosto	250	0	0.0	
Septiembre	250	20	8.0	
Octubre /**	0	0		
Noviembre /**	0	0		
Diciembre /**	0	0		
1999 Enero /***	250	215	86.0	
Febrero	250	225	90.0	
Marzo	250	250	100.0	
Abril	250	250	100.0	
Mayo	250	205	82.0	
Junio	250	250	100.0	
Julio	250	180	72.0	
Agosto	250	200	80.0	
Septiembre	250	145	58.0	

<b>Compra de Dólares Mediante El Mecanismo de Opciones (millones de dólares)</b>				
<b>Año/Mes</b>	<b>Subastado</b>	<b>Ejercido</b>	<b>%</b>	
1999 Octubre		250	0	0.0
Noviembre		250	250	100.0
Diciembre		250	30	12.0
2000 Enero		250	242	96.8
Febrero		250	250	100.0
Marzo		250	250	100.0
Abril		250	0	0.0
Mayo		250	180	72.0
Junio		250	0	0.0
Julio		250	250	100.0
Agosto		250	250	100.0
Septiembre		250	0	0.0
Octubre		250	0	0.0
Noviembre		250	250	100.0
Diciembre		250	172	68.8
2001 Enero		250	240	96.0
Febrero		250	245	98.0
Marzo		250	250	100.0
Abril		250	250	100.0
Mayo****		250	250	100.0
Junio		250	128	51.2
Total Subastado		16330	12220	74.8
Reservas Internacionales /*****		58848		20.8

\*Inicia la posibilidad de una subasta adicional en la 2ª. Quincena

\*\* Se suspenden subastas de opciones

\*\*\*Reinician subastas cancelando la alternativa de una segunda

\*\*\*\* Aquí se suspendió el esquema de subastas y ya no entró en vigor.

No fue sino hasta marzo de 2003 cuando se anunció un nuevo esquema para desacumular reservas.

\*\*\*\*\*Monto de las reservas internacionales al 2 de abril del 2004

### 2.1.3.2- Venta de dólares mediante subastas

En febrero de 1997, las autoridades monetarias argumentaron que "la importante acumulación de reservas lograda que tan sólo por medio del referido mecanismo de opciones ha sido de 1,509 millones de dólares hasta la fecha [día 19] más las cantidades que previsiblemente se seguirán acumulando, por este y otros

medios,<sup>27</sup> permiten la adopción de un esquema adicional...tendiente a moderar la volatilidad del tipo de cambio".<sup>28</sup>

Con esta base, la Comisión de Cambios resolvió que en caso de que el tipo de cambio superara en un día, en más de 2% al tipo de cambio (FIX) del día hábil inmediato anterior, se subastarían entre los bancos 200 millones de dólares con un precio mínimo 2% por arriba del correspondiente al citado día hábil inmediato anterior.

Las instituciones de crédito interesadas en adquirir dólares deberían de presentar sus posturas ( de 5 millones de dólares y sus múltiplos, sin exceder de 200 millones) entre las 12:00 y las 12:15 horas del día en que se llevará a cabo la subasta respectiva. De darse nuevamente el caso descrito al día hábil inmediato siguiente al de la subasta, se realizaría otra, pero en este caso el precio mínimo será 2% por arriba del precio promedio resultante de la subasta precedente.<sup>29</sup>

En ese entonces se estimó que la venta de dólares que el Banco de México llegara a efectuar de acuerdo con este mecanismo, suministraría al mercado de divisas una liquidez suficiente para afrontar eventuales tiempos de nerviosismo cambiario. Ello, sin incurrir en el riesgo de perder cantidades excesivas de reservas internacionales.

Se explicó que en el curso de 1996 y lo que había transcurrido de 1997, en ningún día se hubieran dado las condiciones para la activación de este mecanismo.<sup>30</sup> Además, al venderse los dólares mediante subasta y al no tratar de defender niveles específicos del tipo de cambio, este último debería alcanzar con relativa rapidez el nivel que en las nuevas circunstancias equilibran la oferta y demanda de moneda extranjera.

Este mecanismo estuvo vigente hasta el 21 de agosto de 1998 llevándose a cabo 6 ventas por 885 millones de dólares, pero ante las fuertes presiones que en esas fechas registró la cotización del peso, se decidió modificar el periodo de tiempo en el cual los bancos interesados presentarían sus posturas de las 12:00-12:15 a las 13:00-13:15 horas<sup>31</sup>; de esta manera se afrontarían dichas presiones al final de la jornada cambiaria. Con esta modalidad se llevó a cabo la intervención del 26 de agosto de 1998 vendiéndose los 200 millones de dólares subastados.

---

<sup>27</sup> A los "otros medios" a los que se referían las autoridades corresponde a las operaciones en dólares que de manera regular realiza el Banco de México con el Gobierno Federal, la banca de desarrollo y las principales entidades públicas no financieras, fundamentalmente Petróleos Mexicanos.

<sup>28</sup> Boletín de Prensa no. 18 del 19 de febrero de 1997.

<sup>29</sup> Para el detalle de la operación de este mecanismo puede verse la Circular-Telefax 10/97 de esa misma fecha.

<sup>30</sup> De hecho, las intervenciones anteriores a esa fecha por parte del Banco de México en el mercado cambiario se llevaron a cabo los días 8 y 29 de diciembre de 1995 por 205 millones de dólares en su conjunto.

<sup>31</sup> Circular-Telefax 30/97 del 21 de agosto de 1998 con vigencia al 24 de agosto de ese mismo año.

Ese mismo día se consideró que el cambio de hora para la inyección de dólares de las reservas internacionales en el mercado de cambios era insuficiente para contener la especulación contra el peso y la Comisión de Cambios decidió que el Banco de México podía efectuar hasta tres subastas de moneda extranjera durante el día, pero sin aumentar el monto total a subastarse durante la jornada, el cual se mantendría en 200 millones de dólares.

La primera subasta se abriría entre las 9:00 y las 9:15 horas; si no se agotaban los 200 millones se abriría una segunda subasta a celebrarse entre las 11:00 y las 11:15 horas, por un monto máximo de 200 millones de dólares menos lo que se hubiera asignado en la primera subasta del día; por último, si los 200 millones no se hubieran colocado en las primeras dos subastas, se abriría una tercera entre las 13:00 y las 13:00 horas, en este caso por el monto remanente de los 200 millones de dólares.

Para hacer congruente el resto del esquema con estas modificaciones, el tipo de cambio mínimo para las posturas sería:

El 2% superior al tipo de cambio que se determina el día hábil anterior y que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación el día de que se trate, en caso de que no se haya celebrado alguna subasta el día inmediato anterior; o

2% superior al promedio de los tipos de cambio a los que se hubieran efectuado asignaciones en las subastas celebradas el día hábil inmediato anterior, ponderando dicho promedio por los montos de moneda extranjera que se hubieran vendido a cada tipo de cambio.

Mediante este esquema, se realizaron 6 intervenciones más, la última el 25 de mayo de 1999 por 65 millones de dólares en la tercera subasta del día a una cotización de 9.5742 pesos por dólar. De esta manera, de octubre de 1997 a junio de 1999 se "activó" este mecanismo "automático" de intervención del Banco de México, vendiendo 1,900 millones de dólares.

Cabe señalar, sin embargo, que ante la "presión inusual" que el mercado cambiario registró el 10 de septiembre de 1998 "derivada de la situación financiera internacional" la autoridad en la materia instruyó al banco central a vender directamente 278 millones de dólares en el mercado "con el fin de darle liquidez y aminorar en consecuencia su volatilidad".<sup>32</sup>

Como se ha podido observar, las anteriores medidas no constituyen en los hechos un cambio en el régimen de flotación del peso; no se establecen bandas predeterminadas de compra y venta por parte del Banco de México. En momentos de presión en el mercado cambiario se cuenta con un mecanismo que busca la estabilización del tipo de cambio a través de dos vías: por aumento del precio

---

<sup>32</sup> Boletín de Prensa no.98, del 10 de septiembre de 1998

(cuando menos del 2%) y por la otra con una oferta de dólares (de un máximo de 200 millones de dólares por jornada). Por otro lado, cuando el dólar se encuentra ofrecido, se compran divisas en condiciones de mercado para incrementar las reservas internacionales. En ambos casos se establecen “reglas claras” sobre la intervención del banco central en el mercado cambiario.

<b>Venta de Dólares a Través del Mecanismo de Subastas</b>			
<b>Fecha</b>	<b>(mdd) /*</b>	<b>(pesos)</b>	
1997 27 de octubre	200	8.2285	
30 de octubre	200	8.3193	
6 de noviembre	200	8.3338	
1998 12 de enero	75	8.2484	
27 de mayo	10	8.8823	
21 de agosto	200	9.7234	
26 de agosto	200	9.8011	
10 de septiembre /**	200	10.2154	
21 de septiembre	10	10.3412	
8 de octubre	200	10.3914	
1999 12 de enero	140	10.1704	
13 de enero	200	10.6321	
25 de mayo	65	9.5742	
2000 8 de junio	200	9.8624	
2001 Julio ***	0	0	
<b>Total</b>	<b>2100</b>		

\*/ Millones de dólares

\*\*/ Se vendieron adicionalmente de manera directa en el mercado cambiario 278 mdd

\*\*\* En la primera mitad del año no se activo el sistema y en ese mes se suspendió.

## **2.2. Elementos de la política monetaria**

La vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante no es razón para que el Banco de México no deba procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo debe hacer, principalmente, mediante un manejo idóneo de su propio crédito. Por ese medio puede influir, de manera indirecta, en la evolución de la demanda agregada y, por ende, de los precios.

En circunstancias normales, no es necesario para un banco central que opere dentro de un régimen cambiario de flotación, fijarse límites rígidos para conceptos tales como el monto de su crédito interno (al que se pone este adjetivo para diferenciarlo del externo que son las reservas internacionales) o de la base monetaria. En tales circunstancias, el banco central puede desempeñarse eficazmente en el combate a la inflación apretando o suavizando el monto o las

condiciones en que suministra el crédito primario (sinónimo de crédito interno), según la evaluación que a través del tiempo va haciendo de los indicadores, incluso adelantados, de la marcha de los precios. El monto o las condiciones de otorgamiento del crédito primario influyen indirectamente sobre el nivel general de los precios porque afectan la demanda agregada. Si el crédito se encarece, ésta tenderá a ser menor y viceversa.

Son varios los indicadores de la marcha de los precios que usualmente observan los bancos centrales: la evolución del propio tipo de cambio, de los salarios, de los precios internacionales de las materias primas, de las expectativas de inflación del público, del nivel de las tasas de interés, de los diferenciales entre las tasas de corto y largo plazo, de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios, así como de los movimientos de capital.

A la luz de una cuidadosa evaluación de la incidencia de cada uno de estos indicadores sobre la marcha del nivel general de los precios, los bancos centrales, en circunstancias normales, usan su discreción para modificar el monto o las condiciones de suministro de su crédito interno.

La mayoría de los bancos centrales ha dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas en circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurridos en las últimas décadas, han dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno o algunos de esos agregados y el PIB nominal.

No obstante lo expresado en el párrafo inmediato anterior, la presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el banco central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año.

Esta fórmula puede coadyuvar eficazmente a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos vayan convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico adoptado por el Gobierno Federal, las cuales concuerdan con las estipulaciones del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica.

A lo largo de diez años, el Banco de México utilizó dos mecanismos para ejecutar en lo esencial su política monetaria. El primero entró en vigencia en 1996 y se terminó de ejecutar en 2003, conocido como el Régimen de Saldos Acumulados y el segundo, como Régimen de Saldos Diarios Totales que rige actualmente.

Si bien ambos mecanismos de política monetaria tienen un mismo objetivo, entregar al mercado señales claras respecto de los niveles de liquidez y costo del dinero, difieren en cuanto a los plazos en que se aplican uno y otro. Además, el sistema actualmente vigente entrega una cantidad mayor de información al

mercado sobre las perspectivas del instituto central respecto de la evolución de las principales variables macroeconómicas y su intención de lograr una determinada meta de inflación.

A continuación se hace un breve análisis de cómo funciona cada uno.

### **2.2.1. El régimen de Saldos Acumulados**

Las aludidas acciones del Banco de México en el mercado de dinero han consistido en el ajuste del saldo acumulado de las cuentas corrientes que el instituto emisor lleva a los bancos comerciales. Como se recordará, en marzo de 1995 el instituto central decidió adoptar un esquema de encaje llamado de encaje promedio cero, para manejar con mayor flexibilidad las condiciones bajo las cuales otorga su crédito.

Mediante dicho esquema, los saldos deudores que, en su caso, aparezcan al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México deben ser compensados, dentro de períodos de 28 días, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas de por lo menos igual monto. Los saldos positivos en estas cuentas no devengan intereses ni los negativos los causan, salvo en ciertos casos.

El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hace acreedor a una penalización que se determina con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa de dos veces la tasa vigente de Cetes a 28 días.

Para evitar que el citado esquema induzca volatilidad excesiva de las tasas de interés a un día en el mercado de dinero al mayoreo, se impusieron límites a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual. Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el sobregiro en exceso al citado límite se le cobra inmediatamente dos veces Cetes. A su vez, cuando en un día en particular el saldo de la cuenta corriente de algún banco es positivo por un monto superior al límite a saldos positivos, el excedente sobre ese límite no se considera para el cálculo del saldo acumulado en el periodo de reporte. Es decir, no sirve para cancelar sobregiros de otros días.

El esquema descrito facilita la conducción de la política monetaria, al permitir el envío inmediato de señales sobre la postura del banco central. Así, por ejemplo, si en determinadas circunstancias conviene presionar las tasas de interés al alza, el Banco de México señala esto al mercado.

Cabe reiterar que el Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando pone "corto" al sistema. Pero, en este último caso, parte de su crédito lo otorga a la tasa de dos veces Cetes, por virtud del sobregiro que ello produce en las cuentas corrientes de uno o varios bancos.

El “corto” es un instrumento complementario a las reglas de operación que el instituto central ha establecido respecto a la evolución de la base monetaria. El uso combinado de reglas preestablecidas y medidas discrecionales es común en la conducción de la política monetaria de casi todos los países. Esto último se explica porque, salvo contadas excepciones, las políticas monetarias sustentadas exclusivamente en reglas de aplicación automática no parecen haber sido las más efectivas para contener turbulencias financieras que surgen de tiempo en tiempo y que entorpecen los procesos de estabilización o ponen en riesgo la estabilidad ya alcanzada.

En un régimen cambiario de flotación, como el vigente en México, el banco central puede conducir su política monetaria con la ayuda de objetivos intermedios definidos sea en términos de un agregado monetario o de alguna tasa de interés que sirva de referencia usual para operaciones financieras. Como ya se explicó, en el caso mexicano se considera como objetivo intermedio a la base monetaria, que es prácticamente equivalente a los billetes y monedas en circulación.

Una consecuencia muy importante de este arreglo es que tanto el tipo de cambio como las tasas de interés quedan determinados fundamentalmente por las fuerzas del mercado.

Por tanto, cuando las condiciones cambian, el mercado decide la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés, lo que a su vez proporciona información valiosa para propósitos de política monetaria (por ejemplo, sobre las expectativas inflacionarias). Este factor evita al Banco de México el tener que adivinar cual es la combinación apropiada de tasas de interés y tipo de cambio para lograr el restablecimiento del equilibrio en los mercados.

### **2.2.2 El actual régimen de SalDOS Diarios Totales**

En el actual esquema de Régimen de SalDOS Diarios, el Banco Central ha establecido un esquema de objetivos de inflación como parte del esfuerzo por lograr la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. En este esquema tienen un papel fundamental el anuncio de metas explícitas de inflación de mediano y largo plazos. En la medida en que las perspectivas inflacionarias no se adecuen a las metas establecidas, el Banco de México modificará su política monetaria para inducir un cambio de dirección del proceso inflacionario.

Con el fin de evaluar la evolución de las presiones Inflacionarias, el Banco Central da seguimiento a una serie de indicadores económicos, entre los cuales destacan:

- (a) pronósticos de inflación;
- (b) salarios, revisiones salariales contractuales;
- (c) precios administrados y concertados por el sector público; y
- (d) entorno externo y tipo de cambio entre otros.

El Banco de México debe reaccionar en forma oportuna ante los cambios en las variables económicas mencionadas que pudieran traducirse en mayores tasas de inflación en el futuro. La necesidad de reaccionar con oportunidad ante modificaciones en los indicadores económicos citados y anticiparse así a posibles aumentos de la inflación proviene de los rezagos que existen entre el momento en que se adoptan las acciones de política monetaria y su efecto sobre el nivel general de precios.

Las acciones de política monetaria del Banco de México y la influencia que ejercen sobre el comportamiento de las tasas de interés tienen lugar a través del envío de señales al mercado de dinero, mediante el Régimen de Saldos Diarios.

Al igual que en el anterior Régimen de Saldos Acumulados, las instituciones de crédito mantienen una cuenta corriente (cuenta única) en el Banco de México. Este Instituto Central ha establecido un régimen de saldos diarios al manejo de dichas cuentas, en donde cada banco tiene el incentivo de procurar que el saldo de su cuenta corriente en el Instituto Central resulte de cero al finalizar el día. Esta conveniencia deriva de dos consideraciones: por un lado, de resultar negativo dicho saldo, el banco en cuestión deberá pagar una tasa por el importe respectivo. En el caso inverso, de resultar positivo el saldo, el banco perderá el rendimiento que pudo haber obtenido de haber invertido los recursos respectivos.

El Régimen de Saldos Diarios está diseñado para crear los incentivos para que las instituciones de crédito no mantengan saldos positivos ni incurran en sobregiros en sus cuentas, así como para que procuren compensar con otros bancos sus sobrantes y faltantes de recursos a tasas de interés de mercado. Al cierre de cada día se cobra por los saldos diarios negativos una tasa de interés equivalente a dos veces una tasa representativa de las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero. Esto, con la finalidad de que sean equivalentes los costos en que incurran los bancos cuya cuenta registre un saldo positivo al final del día y los que deban pagar por no haber compensado sus sobregiros. Los costos son equivalentes ya que las instituciones con saldos diarios positivos incurren en un costo de oportunidad por no haber invertido estos recursos, equivalente a la tasa de fondeo del mercado. Por su parte, los bancos con saldos diarios negativos deben pagar al cierre del periodo dos veces la tasa representativa del mercado, pero a cambio se benefician de la inversión de los recursos obtenidos mediante el sobregiro. De lo anterior se concluye que el costo neto es, en ambos casos, aproximadamente una vez la tasa de interés de mercado.

El Banco de México equilibra diariamente la oferta con la demanda de base monetaria a través de su intervención cotidiana en el mercado de dinero, evitando con ello que el faltante o el sobrante de liquidez afecte el nivel de las tasas de interés.

El Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero, mediante subastas, ofreciendo créditos, depósitos, reportos y compras o ventas de valores gubernamentales.

El monto de estas intervenciones es fijado por el Banco Central de manera que la suma de los saldos de las cuentas corrientes de toda la banca finalice esa jornada en una cantidad determinada de antemano.

El saldo objetivo de las cuentas corrientes de la banca es utilizado por el Banco de México como indicador de sus intenciones de política monetaria. Con ese fin, la Junta de Gobierno del Banco Central ha establecido una serie de fechas específicas para anunciar la cantidad a la que pretende llevar los "saldos diarios totales" (SDT) de las cuentas corrientes de la banca al final del día. Dicho saldo objetivo estará en vigor a partir de su anuncio y en tanto no se modifique por la propia Junta de Gobierno en otra fecha. Cabe mencionar que los anuncios de política monetaria en fechas preestablecidas iniciaron en enero de 2003 con base en un calendario dado a conocer en el reporte de inflación del tercer trimestre del 2002.

De esta manera, por ejemplo, un objetivo de SDT negativo señalaría la intención del Banco Central de proporcionar a la banca los recursos demandados, de tal manera que solo una parte de éstos se ofrezcan a tasas de interés de mercado a través de sus operaciones en el mercado de dinero. Por otro lado, la parte correspondiente al saldo negativo se le proporcionaría a una o varias instituciones de crédito a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. El hecho de que el Banco Central no proporcionara la totalidad de los recursos a tasas de mercado podría inducir un alza en las tasas de interés, ya que las instituciones tratarían de evitar pagar la tasa del sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero aún cuando ello implicara pagar tasas de interés más altas.

Un objetivo de SDT positivo reflejaría la intención del Banco Central de proporcionar a las instituciones de crédito a través de sus operaciones en el mercado de dinero una cantidad de recursos mayor a la requerida por el sistema, obligando así a que una o varias instituciones terminaran la jornada con saldos positivos no deseados en su cuenta única en el Instituto Central.

Esto último, abstrayendo de otras influencias, podría provocar una baja en las tasas de interés, ya que las instituciones tratarían de evitar mantener dichos saldos aún cuando esto implicara prestar los mencionados recursos a tasas de interés mas bajas.

Finalmente, un objetivo de SDT igual a cero implicaría la intención del Banco Central de satisfacer la demanda de billetes a tasas de interés de mercado y, por lo tanto, proporcionar los recursos suficientes para que ningún banco se viera obligado a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

De esta explicación se infiere que el Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando adopta un SDT objetivo negativo. Sólo que en este último caso, parte de ese crédito es otorgado mediante un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos.

#### Posición Acreedora del Banco de México Frente al Mercado de Dinero

Como se mencionó anteriormente, el objetivo de la política monetaria del Banco de México es la de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y dentro de este contexto el banco central ha establecido el objetivo de alcanzar una inflación similar a la de nuestros principales socios comerciales. Dada la historia inflacionaria de nuestro país, los esfuerzos del Banco de México para alcanzar dicha meta han estado, en su mayoría, encaminados a aplicar una política monetaria restrictiva.

Bajo ese contexto, el Banco de México ha juzgado conveniente mantener una posición financiera acreedora de corto plazo frente al mercado de dinero, en donde todos los días el mercado amanece con un déficit de liquidez y en donde el Banco de México compensa dichos faltantes a través de sus operaciones diarias en el mercado de dinero. La propia experiencia del Banco de México ha mostrado que las señales de política monetaria son más efectivas si opera a partir de una posición de liquidez como la descrita anteriormente.

Para poder lograr una posición acreedora de corto plazo con el mercado de dinero, en los últimos años el Banco de México ha buscado estructurar sus pasivos con las instituciones financieras a largo plazo, de tal forma que estos no tengan que ser refinanciados regularmente. Dichos pasivos se han instrumentado en la forma de depósitos de regulación monetaria, tanto obligatorios como voluntarios, y a través de la colocación de valores, tanto Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) como Bonos de Regulación Monetaria (BREMS). Por otro lado, el plazo promedio de los activos del Banco de México con el mercado financiero se ha mantenido a muy corto plazo, permitiendo que el refinanciamiento de estos genere la posición acreedora de corto plazo.

#### **2.2.3. Mecanismos de transmisión de la política monetaria**

En este apartado haremos un pequeño esbozo de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria. Es decir, cómo decisiones de política monetaria afectan a las variables económicas- y que en el caso de México se enfocan sobre todo al manejo del "corto" y al tipo de cambio.

De acuerdo con expertos en la economía puede decirse que la política monetaria actúa en primera instancia a través de las expectativas y de la tasa de interés; o, de forma más particular podrían precisarse los canales de transmisión como los de

la tasa de interés, el crédito, el precio de los activos, el tipo de cambio y las expectativas.

El peso de cada mecanismo es diferente de acuerdo con las características de la economía como el grado de apertura comercial, profundidad financiera, peso del mercado accionario, flexibilidad de precios y salarios, etc.

En México cuando el banco central observa que las presiones acumuladas resultan incongruentes con la meta de inflación, restringe la política monetaria a través de ampliaciones del "corto".

Esto último, con el fin de afectar las variables económicas y las expectativas de inflación y reubicar la tendencia en la proyección inflacionaria para cumplir con el objetivo inflacionario y restablecer la compatibilidad entre los pronósticos y las metas de inflación.

De acuerdo con el Banco de México, "el incremento de las tasas de interés reales y la modificación de las expectativas de inflación inducidas por una ampliación del "corto", influyen sobre la evolución de los precios, con rezagos considerables, a través de diversos canales. Estos últimos son conocidos como mecanismos de transmisión de la política monetaria"<sup>33</sup>. Es decir, las tasas de interés, el crédito, los precios, etc.

A detalle, en caso de detectar incongruencia entre los resultados inflacionarios y dichas metas, el banco actúa mediante la modificación del objetivo de saldos acumulados de las cuentas que los bancos comerciales mantienen en el propio Banco Central. Este instrumento influye en primera instancia sobre las tasas de interés y ulteriormente sobre las expectativas de inflación.

De acuerdo con el banco central, las acciones de política monetaria del Banco Central tienen un efecto rezagado sobre el crecimiento de los precios e inciden sobre éste por distintos canales.

Es decir, al imponer un "corto" el Banco de México presiona al alza las tasas de interés. En un contexto de libre movilidad de capitales las variaciones de la tasa de interés influyen también sobre el comportamiento del tipo de cambio. Dado el nivel de la tasa de interés externa y la percepción del riesgo país, un aumento de la tasa de interés nacional induce una apreciación del tipo de cambio lo que disminuye el precio de los bienes comerciables.

Por otro lado, una apreciación del tipo de cambio lleva a una reducción de la demanda por exportaciones y a un aumento de las importaciones, mitigándose las presiones de la demanda agregada sobre los precios internos. Finalmente, el tipo de cambio influye sobre las expectativas de inflación las cuales afectan al

---

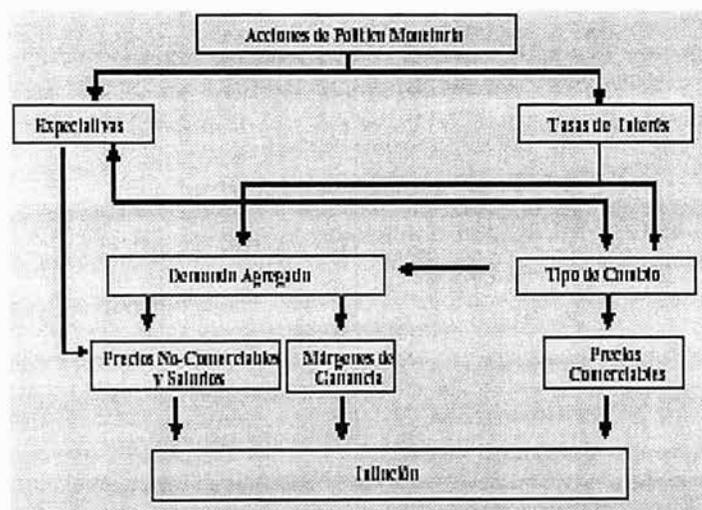
<sup>33</sup> Informe Trimestral de Inflación II 2000 Pág. 40

crecimiento de los precios a través de su influencia sobre las revisiones de los precios y las negociaciones salariales.

Asimismo, sostiene el banco central, los movimientos de la tasa de interés inciden directamente sobre la demanda agregada. Esto, debido a que determinan las condiciones en que se otorga el crédito tanto para el consumo como para la inversión. La repercusión de las tasas de interés sobre estos componentes se suma a la del tipo de cambio para determinar las presiones de demanda agregada.

Entonces, un incremento más débil de la demanda agregada provoca un menor crecimiento de la demanda tanto de bienes comerciables y no comerciables, como de mano de obra. Acto seguido, el equilibrio de estas fuerzas determina el aumento de los salarios, de los márgenes de ganancia en las empresas y las variaciones de los precios de los bienes no-comerciables.

La intención final del banco central es que "las acciones de política monetaria incidan directamente sobre la formación de las expectativas de inflación, factor que afecta las revisiones de precios y las negociaciones salariales entre empresas y trabajadores". Así, a través de las expectativas, una modificación de la política monetaria se transmite al comportamiento del nivel general de los precios y advierte que para evaluar la efectividad que puede tener la política monetaria es necesario llevar a cabo una vigilancia constante de cada uno de dichos canales de transmisión"<sup>34</sup>.



<sup>34</sup> Informe Trimestral de Inflación II 2000 Pág. 40

### 2.2.3.1 Algunas consideraciones sobre los mecanismos de transmisión

A través de estos diez años la instrumentación de la política monetaria ha evolucionado poco a poco hacia esquemas más especializados. Al principio, el Banco de México dio a entender que la postura de política monetaria era tan sencilla como lo siguiente: si el "corto" era positivo, la política monetaria era restrictiva, si había un "largo" era expansionista y si no había ninguno de los dos, es decir, neutral. Esto último significaba que el objetivo de saldos acumulados de los bancos comerciales con el banco central fuera cero.

Pero las observaciones empíricas confunden hasta hoy a algunos analistas. En los últimos años en que el banco central ha utilizado la señal del "corto" que ha sido positivo se observaron tasas de interés nominales y reales extremadamente diferentes. Al final y sin entrar en mayor complejidad como se ahondará en el apartado sobre Régimen de Saldos Acumulados. Si el "corto" sube, ello anuncia mayor restrictividad (o menos laxitud) de la política monetaria; si baja, lo contrario. Si no se mueve durante cierto tiempo (unas cuantas semanas), independientemente de su nivel, implicaría neutralidad o aceptación de las tasas prevalecientes en el mercado.

Otro punto que intriga a los expertos es esclarecer cómo el "corto" afecta un movimiento en el tipo de cambio a la actividad económica (y por esa vía, a la inflación). Esto es, por ejemplo una disminución del "corto" provoca una disminución en la tasa de interés y una depreciación cambiaria (en el contexto de un régimen flotante).

Pero el banco deja ver que una depreciación (en este caso nominal y real) finalmente expande la demanda agregada. Afirma luego en 2001 que "los movimientos del tipo de cambio real afectan el crecimiento de la demanda agregada [...]. Sin embargo, ni la teoría ni la evidencia son concluyentes respecto de sus consecuencias expansionistas o contraccionistas."

Adicionalmente, en un documento de investigación de Banxico se concluye de forma diferente a las dos anteriores interpretaciones: una depreciación real en México contrae a dos de los elementos de la demanda agregada (el consumo y la inversión) y expande las exportaciones (del lado de la oferta, disminuye las importaciones), aunque el efecto que propenderá sobre el PIB es el primero. Por ello "una depreciación real mejora la balanza comercial pero, debido a la respuesta de los otros componentes [la inversión y el consumo], el efecto es contraccionista."

El punto aquí no es dilucidar cuál es el verdadero efecto, sino sólo conocer la perspectiva del banco central (no a través de un documento de investigación, pues éste no necesariamente representa la postura oficial). Por supuesto que el tema es importante independientemente de lo relativo a la transparencia. De hecho la evidencia empírica es mixta, aunque con una cierta preponderancia de los que concluyen que una depreciación es contraccionista, sobre todo en los países en

desarrollo. Pero en la generalidad los efectos contraccionista y expansionista se neutralizan.

Este tema ha sido destacado en la opinión pública recientemente. Dado lo prolongado de la debilidad económica en el país, parte de la misma y de los especialistas, han señalado que la depreciación del peso es necesaria para sacar al país de la debilidad económica (subestimando así el efecto de la recesión manufacturera en EE.UU. y la complejidad de los efectos cambiarios sobre el PIB). A ello se aúna una concepción equivocada sobre el "corto". Como tiene seis años en que éste es positivo, es leído como que la política monetaria ha sido restrictiva, incluso de forma creciente (dado que su nivel actual es de los más elevados), sin ninguna discusión de las tasas de interés nominales y reales, sumamente bajas.

Así, en esa interpretación, si Banxico dejara de ser restrictivo, bajarían las tasas de interés y el peso se depreciaría, con lo que el crecimiento podría repuntar. Es por esto que es importante clarificar el punto de vista de Banco de México, independientemente de que ello lograra consenso sobre su interpretación: La opinión pública y los mercados formarían mejor sus opiniones y sus expectativas conociendo su punto de vista.

Aunque en el contexto actual (de tasas de interés nominales y reales históricamente bajas, aunque el "corto" sea "alto") la clarificación evitaría críticas innecesarias o exageradas al banco central. Debe, sin embargo, notarse que no siempre es el caso. Cuando un país está en el camino de pasar de inflaciones elevadas a la estabilidad de precios, ello tiene un costo asociado en términos de crecimiento en el corto plazo. La transparencia de cómo la política monetaria contribuye a ello implica claridad sobre esos costos causados por los aumentos de la tasa de interés. En ese caso, la comunicación sobre la justeza de los objetivos que persigue la política monetaria se vuelve crucial.

## **Capítulo 3**

### **Marco Institucional de la Política Monetaria y Cambiaria**

#### **3.1. Las facultades del Banco de México**

Para poder entender las medidas del Banco de México antes y durante el régimen de flotación es necesario describir algunos aspectos del entorno legal en el que se ubica la toma de decisiones en materia cambiaria y monetaria.

De acuerdo con la ley, el objetivo primario del Banco de México es perseguir la estabilidad del poder de compra de la moneda doméstica.

Para cumplir con este mandato, el Banco de México está autorizado a administrar de manera autónoma su propio crédito. Lo que es equivalente a determinar su política monetaria. No obstante lo anterior, existe un amplio rango de factores que afectan el proceso inflacionario en los que el banco no puede actuar directamente. Por lo tanto, es importante analizar el contexto dentro del cual se conduce la política monetaria. Es decir, el manejo de la política cambiaria.

La mayor parte de la gente supone que tanto la política monetaria como la cambiaria son actualmente responsabilidad del Banco de México. Esto sólo es cierto para el caso de la primera y no así para el manejo de la política de tipo de cambio.

Hasta antes de abril de 1994, el Banco de México no gozaba de autonomía en materia monetaria ni cambiaria. Es decir, si el gobierno necesitaba crédito, aún cuando ocasionara distorsiones en los precios, el banco central estaba obligado a otorgarlo y si el gobierno decidía no devaluar, pese a que los fundamentos de la economía lo requirieran, no se devaluaba en función de los objetivos del gobierno federal.

Desde 1983 y hasta abril de 1994, el director general del Banco de México fue Miguel Mancera Aguayo (luego su primer gobernador). En virtud de los buenos resultados que estaba observando la política de ajuste del gobierno en torno al desempeño de los precios, el entonces presidente Carlos Salinas de Gortari promovió una reforma a la Constitución y luego la creación de la Ley Reglamentaria del Banco de México en diciembre de 1993, misma que entró en vigor en abril de 1994.

La modificación a la Constitución y la creación de la Ley Reglamentaria concedieron autonomía al banco central en materia de política monetaria. Dado el marco de control de la inflación, se permitía suponer un éxito en la política aplicada por el banco central. Desde junio de 1993, la tasa de inflación anual era

inferior al 10% y se pronosticaba una reducción de la inflación a menos de 8% para diciembre de ese año.

Para 1994 se esperaba que la inflación declinara al 5%. La inflación en 1994 de diciembre a diciembre fue de 7.1%. Este nivel de inflación fue el más bajo en 22 años, una inflación moderada en opinión del banco central, ya que la devaluación de finales del año no afectó grandemente su trayectoria.<sup>35</sup>

De acuerdo con el banco central, la estabilidad de precios no se ha perseguido como un fin en sí mismo, sino como una condición necesaria, aunque no suficiente, para alcanzar en forma sostenible la equidad social y el crecimiento, (esta idea aún y cuando actualmente se registran los niveles más bajos de inflación en la historia no se ha cumplido). Por ello, el Ejecutivo propuso *como una salvaguarda contra el resurgimiento de la inflación* dotar de autonomía al banco central, reformando los artículos 28, 73 y 123 de la Constitución.

En particular, el marco legal específico del Banco de México se rige de acuerdo con el artículo 28, párrafo VI, de la Carta Magna que dice:

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.

No constituyen monopolios las funciones que el Estado ejerza de manera exclusiva, a través del banco central en las áreas estratégicas de acuñación de moneda y emisión de billetes. El Banco Central, en los términos que establezcan las leyes y con la intervención que corresponda a las autoridades competentes, regulará los cambios, así como la intermediación y los servicios financieros, contando con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo dicha regulación y proveer su observancia.

La conducción del Banco estará a cargo de personas cuya designación será hecha por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso; desempeñarán su encargo por periodos cuya duración y escalonamiento provean al ejercicio autónomo de sus funciones; sólo podrán ser removidas por causa grave y no podrán tener ningún otro empleo cargo o comisión, con excepción de aquellos que

---

<sup>35</sup> Ley del Banco de México.

actúen en representación del banco y de los no remunerados en asociaciones docentes, científicas, culturales o de beneficencia, las personas encargadas de la conducción del banco central, podrán ser sujetas de juicio político conforme a lo dispuesto por el artículo 110 de esta Constitución.

Como se sabe, la función primordial de todo banco central es proveer a la economía del país de moneda de curso legal, y en la consecución de dicha finalidad, el Banco de México debe ante todo procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la citada moneda.

En la Ley Reglamentaria se propusieron dos finalidades adicionales relacionadas con dicho objetivo:

- a) Promover el sano desarrollo del sistema financiero y;
- b) Propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

Las funciones del instituto emisor que comprende la ley que lo rige son las siguientes:

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

En lo que se refiere a las funciones en las áreas de emisión de billetes y monedas del banco central, en la Ley Reglamentaria se adicionó una cláusula respecto de la obligación de canje de signos monetarios, donde el banco central al cumplir con esta obligación puede entregar billetes y monedas metálicas de las denominaciones cuya mayor circulación considere conveniente para facilitar los pagos.

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

III. Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo. Cabe mencionar que la Ley en su artículo 10 señala como privativa del banco central la función de agente del gobierno para la emisión, colocación, compra y venta, de valores representativos de la deuda interna del gobierno y, en general, para el servicio de dicha deuda.

IV. Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente, financiera; y participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales,

Cabe mencionar que en el artículo 13 se establece que cuando el Banco de México deba efectuar aportaciones a organismos financieros internacionales, el gobierno federal proveerá oportunamente al propio banco de los recursos

respectivos a excepción del pago y las cuotas al FMI que se realizarán con los propios recursos del banco.

### **3.2 Actuación del Banco de México respecto del crédito al Gobierno Federal.**

Dado que en la Constitución ninguna autoridad puede ordenar al banco central conceder financiamiento, en la ley actualmente vigente el banco sólo puede otorgar crédito al gobierno federal, a las instituciones bancarias del país, a otros bancos centrales y autoridades financieras del exterior, a organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, así como a los fondos de protección al ahorro y de apoyo al mercado de valores.

El banco central sólo le puede otorgar crédito al Gobierno Federal por un monto limitado mediante el ejercicio de la cuenta corriente que le lleva el banco central. De esta manera, el gobierno dispone de un medio para compensar, en forma expedita, desequilibrios transitorios entre ingresos y egresos presupuestales.

Asimismo, con el fin de evitar que el financiamiento al gobierno pueda implicar una expansión monetaria excesiva, si el saldo deudor de esa cuenta rebasa el límite fijado, el banco central coloca valores a cargo y por cuenta del gobierno federal.

Con ello se persigue un manejo más sencillo de la cuenta de la Tesorería del Gobierno Federal impidiendo que el crédito del banco se constituya en instrumento para financiar de manera inflacionaria los déficit de las finanzas públicas.

La ley mantiene la prohibición de que el banco adquiera directamente del gobierno federal valores a cargo de éste, exceptuando el caso en que tales adquisiciones no conduzcan a expansión monetaria y faciliten la operación del banco central en el mercado del dinero.

Es de destacar que también se contemplan una serie de disposiciones que buscan evitar que el banco pudiese verse con frecuencia en el caso de tener que colocar valores a cargo y por cuenta del gobierno federal, estableciendo que con cargo a la cuenta de la Tesorería de la Federación no podrán librarse cheques u otros documentos a favor de terceros.

De ahí que la Tesorería de la Federación dejara de emitir los cheques de pago del gobierno federal y las cuentas del gobierno federal pasaran a ser administradas por la banca comercial en 1997 ya que se estableció un plazo de tres años contado a partir de la entrada en vigor de la Ley.

En particular, en su artículo 9, la ley del Banco de México señala que no deberá prestar valores al Gobierno Federal ni adquirirlos de éste excepto cuando se trate de adquisiciones de valores a cargo del propio Gobierno y se cumpla una de las dos condiciones siguientes:

I. Las adquisiciones queden correspondidas con depósitos en efectivo no retirables antes del vencimiento, que dicho Gobierno constituya en el Banco por el producto de la colocación de los valores referidos, cuyos montos, plazos y rendimientos sean iguales a los de los valores objeto de la operación respectiva.

II. O bien que las adquisiciones correspondan a posturas presentadas por el Banco en las subastas primarias de dichos valores. Estas adquisiciones en ningún caso deberán ser por monto mayor al de los títulos a cargo del propio Gobierno propiedad del Banco que venzan el día de colocación de los valores objeto de la subasta.

El único caso en que el Banco de México puede otorgarle crédito al Gobierno Federal es mediante el ejercicio de la cuenta corriente que lleve a la Tesorería de la Federación y con sujeción a lo que dispone en el artículo 12. Para efectos de la Ley no se consideran crédito al gobierno federal los valores a cargo de éste propiedad del banco central.

### **3.3 La Cuenta de la Tesorería de la Federación.**

En el artículo 12 se establece que el Banco llevará una cuenta corriente a la Tesorería de la Federación que se ajustará a lo que convengan las partes, pero en todo caso a lo siguiente:

I. Sólo podrán hacerse cargos o abonos a esta cuenta mediante instrucción directa del Tesorero de la Federación al Banco, que este último reciba con antelación de por lo menos un día hábil bancario a la fecha en que debe efectuarse el respectivo cargo o abono;

II. El Banco de México podrá, sin autorización del Tesorero de la Federación, cargar la cuenta para atender el servicio de la deuda interna del Gobierno Federal;

III. Con cargo a esta cuenta no podrán librarse cheques u otros documentos en favor de terceros, y

IV. El saldo que, en su caso, obre a cargo del Gobierno Federal no deberá exceder de un límite equivalente 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, sin considerar las señaladas para la amortización de la deuda de dicho Gobierno; salvo que, por circunstancias extraordinarias, aumenten considerablemente las diferencias temporales entre los ingresos y los gastos públicos.

En el evento de que el saldo deudor de la cuenta exceda del límite referido, el Banco deberá proceder a la colocación de valores a cargo del Gobierno Federal, por cuenta de éste y por el importe del excedente. De ser necesario el banco también por cuenta del gobierno, emitirá valores a cargo de éste para realizar la colocación respectiva en las mejores condiciones posibles en el mercado. Esta

colocación se deberá realizar en un plazo no mayor de quince días, mismo que puede ser ampliado hasta por tres meses de considerarlo necesario la Junta de Gobierno.

### **3.4 El financiamiento a las instituciones de crédito**

La Ley del Banco de México permite al instituto emisor operar con valores. Con ello el instituto emisor puede constituir depósitos en instituciones de crédito depositarias de valores, del país o del extranjero y también:

- Adquirir valores emitidos por organismos financieros internacionales o personas morales domiciliadas en el exterior con plazos no mayores a 6 meses o de amplia liquidez, no sólo del FMI; y emitir bonos de regulación monetaria;
- Recibir depósitos bancarios del gobierno federal, de las entidades financieras del país o del exterior, de fideicomisos públicos de fomento económico y en los que él sea fiduciario. Puede también recibir depósitos de valores, así como de entidades de la administración pública federal cuando las leyes así lo dispongan;
- Recibir depósitos bancarios de dinero de organismos internacionales o de organizaciones a las que pertenezcan otros bancos centrales y de entidades financieras del exterior, exclusivamente con propósitos de regulación cambiaria.
- Obtener crédito de las empresas con las que trata.
- Efectuar operaciones con divisas, oro y plata, incluyendo reportos.
- Actuar como fiduciario cuando por ley se le asigne esa encomienda, o bien tratándose de fideicomisos que coadyuven al desempeño de sus funciones o de los que el propio Banco constituya para cumplir obligaciones laborales a su cargo.
- Recibir depósitos de títulos de valores, en custodia en administración, de las instituciones de crédito o del gobierno federal, entre otros.

La Ley especifica en su artículo 8 que las operaciones de financiamiento se podrán contratar en congruencia con las condiciones que ejercen los mercados, con excepción de aquellas que por su naturaleza no tengan cotización en el mercado. Lo anterior para prever la imparcialidad de la institución, dejando fuera, la función de acreditante de última instancia.

El otorgamiento de crédito o a través de la adquisición de valores, sólo podrán tener propósitos de regulación monetaria. Ello con el fin de proteger al banco contra presiones de solicitantes de crédito, las cuales eventualmente pudieren

llevarlo a expandir excesivamente la base monetaria, es decir, la suma de los billetes y monedas en circulación más las obligaciones a la vista del banco a favor de las instituciones de crédito.

Todas las operaciones (con excepción de los depósitos en instituciones de crédito o depositarias de valores, del país o del extranjero, la adquisición de valores emitidos por organismos financieros internacionales o personas morales domiciliadas en el exterior y en las que actúe como fiduciario; y las adquisiciones que queden correspondidas con depósitos en efectivo no retirables antes del vencimiento, que el gobierno federal constituya en el Banco Central con el producto de la colocación de los valores referidos, cuyos montos, plazos y rendimientos sean iguales a los de los valores objeto de la operación respectiva) se harán exclusivamente mediante subasta, cuyo objeto sean títulos a cargo del gobierno federal, de instituciones de crédito o del propio banco.

### **3.5 Reservas Internacionales**

La ley vigente reordenó e intentó hacer más claro y precisó la integración y el cómputo de la reserva de activos internacionales del Banco de México. El artículo 18 establece que el banco central deberá contar con una reserva de activos internacionales, que tendrá por objeto coadyuvar a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional mediante la compensación de desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país.

La reserva se constituye con:

- I. Las divisas y el oro, propiedad del banco, que se hallen libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna,
- II. La diferencia entre la participación de México en el FMI y el saldo del pasivo a cargo del Banco por el mencionado concepto, cuando dicho saldo sea inferior a la citada participación, y
- III. Las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósitos de regulación monetaria de organismos financieros internacionales como el FMI o bien bancos centrales u otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad financiera.

Para determinar el monto de la reserva, no se consideran las divisas pendientes de recibir por operaciones de compraventa contra moneda nacional, y se restan los pasivos de la Institución en divisas y oro, excepto los que sean a plazo mayor a seis meses y los correspondientes a los financiamientos de los organismos internacionales con propósitos de regulación monetaria.

Para la ley son divisas los billetes y monedas metálicas extranjeros, depósitos bancarios, títulos de crédito y toda clase de documentos de crédito, sobre el

exterior y denominados en moneda extranjera, así como en general, los medios internacionales de pago.

Sin embargo, las divisas susceptibles de formar parte de la reserva internacional son únicamente:

I. Los billetes y monedas metálicas extranjeros;

II. Los depósitos, títulos, valores y demás obligaciones pagaderos fuera del territorio nacional, considerados de primer orden en los mercados internacionales denominados en moneda extranjera y a cargo de gobiernos de otros países, de organismos internacionales o de entidades del exterior, siempre que sean exigibles a plazo no mayor de seis meses o de amplia liquidez;

III. Los créditos a cargo de bancos centrales, exigibles a plazo no mayor de seis meses, cuyo servicio esté al corriente, y

IV. Los derechos especiales de giro del FMI.

### **3.6 Regulación y observancia de cambios, intermediación y servicios financieros.**

En la ley vigente se recogieron las disposiciones hasta entonces dispersas, entre las que destacaron que los representantes del Banco Central en las juntas de gobierno de las comisiones supervisoras tienen la facultad, para suspender, por un plazo no mayor de 5 días hábiles, la ejecución de resoluciones de dichas comisiones que afecten la política monetaria, para presentar sus puntos de vista, y luego se resuelva en definitiva, acotando la facultad anterior que tenía el banco de aprobar las resoluciones de las citadas autoridades que afecten sus funciones.

Con el mismo objetivo, las resoluciones de las autoridades competentes sobre la adquisición de valores a cargo del gobierno federal o del Banco de México, por sociedades de inversión, deberán someterse a la aprobación del Banco Central antes de proceder a su ejecución.

Para facilitar el buen funcionamiento del sistema de pagos, se amplió el alcance de la facultad del Instituto Central, hoy confinado al ámbito de las cámaras de compensación, para que pueda regular, el servicio de transferencias de fondos a través de instituciones de crédito y de otras empresas que lo presten de manera profesional. Sólo por razones de regulación monetaria o cambiaria.

El Instituto Central tiene con la nueva ley, la facultad de aplicar multas a los intermediarios que infringieran sus disposiciones. El capítulo V de la Ley Reglamentaria acota que el propósito de las disposiciones del banco central será la regulación monetaria o cambiaria, el sano desarrollo del sistema financiero, el buen funcionamiento del sistema de pagos, o bien, la protección de los intereses del público.

En el caso de las sanciones, el Banco de México podrá imponer multas hasta por un monto equivalente al que resulte de aplicar, al importe de la operación de que se trate y por el lapso en que esté vigente, una tasa anual de hasta el cien por ciento del costo porcentual promedio de captación que el Banco estime representativo del conjunto de las instituciones de crédito para el mes o meses de dicha vigencia y que publique en el Diario Oficial de la Federación.

El Banco fijará multas tomando en cuenta:

- I. El importe de las ganancias que para dichos intermediarios resulten de las operaciones celebradas en contravención a las disposiciones citadas;
- II. Los riesgos en que hayan incurrido los intermediarios por la celebración de tales operaciones, y
- III. Si el infractor es reincidente.

Asimismo, aplicando una especie de encaje moderno, el artículo 28, el banco está facultado para determinar la parte de los pasivos de las instituciones de crédito, que deberá estar invertida en depósitos de efectivo en el propio banco, con o sin causa de intereses, en valores de amplio mercado o en ambos tipo de inversiones.

Las inversiones obligatorias en el caso de las instituciones de crédito no podrán exceder respectivamente, en el caso de las instituciones de crédito y de los fideicomisos, mandatos o comisiones, excepto de los constituidos por el gobierno; del 20 y 50 por ciento respectivamente de los pasivos o fondos correspondientes.

Asimismo, las comisiones supervisoras del sistema financiero, a solicitud del banco central, pueden realizar visitas y evaluar, la información que éstos le presenten. En tales visitas podrá participar el personal del banco central.

Bajo el argumento de que uno de los pilares fundamentales de la autonomía de la institución lo constituyen las disposiciones tendentes a procurar la independencia de criterio de las personas encargadas de la conducción, contenido en la Exposición de Motivos de la Ley, se deja el ejercicio de sus funciones y la administración del banco encomendados a una Junta de Gobierno y a un Gobernador.

### **3.7 La Junta de Gobierno del Banco de México**

La Junta de Gobierno se integra por 5 miembros, nombrados por el Ejecutivo Federal y puestos a consideración de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente. Los miembros son un gobernador y 4 subgobernadores. El número de 5 fue el que se consideró adecuado tanto para discutir como para facilitar la toma de decisiones. La duración del gobernador del Banco de México es de 6 años y la de los Subgobernadores de 8 años.

Dos de los subgobernadores podrían no contar con la experiencia de cinco años en un alto nivel en el sistema financiero, y sólo podrán ser gobernadores del banco central después de tres años en su puesto.

De acuerdo con la Exposición de Motivos sólo se puede remover al gobernador del Banco de México por una causa grave. Dado que la inmovilidad en el cargo es una de las mayores salvaguardas de la independencia de criterio de algunos miembros de la junta de gobierno, se establece un procedimiento estricto para la remoción de estos con la participación del presidente de la República, la junta de gobierno y en caso de diferencia, será el Senado el que resuelva en un caso de opinión.

Es la Junta de Gobierno la que toma las decisiones finales tanto de las funciones del banco, como las administrativas. Por Ley y para fomentar el diálogo institucional entre el gobierno y el banco central, el Secretario de Hacienda y el Subsecretario son invitados a todas las sesiones de la Junta de Gobierno, a la vez que pueden convocar a tales reuniones y proponer asuntos a ser tratados en ellas.

El Gobernador tiene a su cargo la responsabilidad de la administración, la representación legal y el ejercicio de las funciones del Banco, sin perjuicio de las atribuciones de la junta de gobierno. Le compete ejecutar los acuerdos de la junta de gobierno y de la Comisión de Cambios.

#### Las remuneraciones

Con el objetivo de evitar que la determinación de dichas remuneraciones sea eventualmente usada como medio de presión sobre la conducción de la política monetaria. Y dado que dicha remuneración no puede dejarse en manos de los encargados de gobernar el banco por el conflicto de intereses. En consecuencia, las remuneraciones se fijan por un Comité. El presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y por dos personas de reconocida experiencia en el mercado laboral bancario que designe el secretario de Hacienda.

#### Rendición de Cuentas

De acuerdo con la ley, en enero de cada año el Banco de México debe informar al Congreso de la Unión y al Ejecutivo sobre el presupuesto de gasto corriente e inversión física de la Institución.

También en enero debe enviar un documento donde expone la política monetaria a seguir por la institución en el ejercicio respectivo. En abril debe dar a conocer un informe anual de las funciones del banco. Sin menosprecio de que cualquiera de las dos cámaras cite al gobernador del banco para que rinda los informes respectivos.

El secretario de Hacienda es quien designa y contrata al auditor externo de la institución, a cuyo fin solicitaría a un colegio o instituto de contadores ampliamente

representativo de la profesión presentar una terna de tres firmas de reconocido prestigio. El auditor externo está obligado a enviar al Congreso de la Unión copia de los dictámenes de su auditoría.

## Responsabilidades

En lo que toca a las responsabilidades de los miembros de la Junta de Gobierno y del personal del banco, les sería aplicable la Ley Federal de Responsabilidades de los Servidores Públicos. Sin embargo, explica la Exposición de Motivos, de manera congruente con la autonomía de la Constitución Política otorga al Banco de México en su administración, se prevé que la aplicación de dicha ley y el proveer su observancia competaría a un órgano interno de la institución, sin perjuicio de que las personas encargadas de la conducción del banco puedan ser sujetas de juicio político según lo establece la Constitución.

### 3.8. La Comisión de Cambios

#### 3.8.1. Sus integrantes

La política cambiaria es uno de los determinantes de la evolución del nivel general de precios, y para poder cumplir con el mandato de procurar la estabilidad monetaria se sostiene que *el Banco debe participar en la formulación y ejecución de dicha política.*

De acuerdo con la Exposición de Motivos de la ley del Banco de México, dada la estrecha relación entre la política cambiaria y otros aspectos de la política económica a cargo de los gobiernos, en el panorama internacional se observa que éstos últimos son los que generalmente, tienen la facultad de fijar el marco dentro del cual la banca central interviene en el mercado de divisas para regular los cambios. Por tanto, en esta área debe haber una muy cercana colaboración entre el Instituto Central y el Gobierno Federal.

La ley contempla el esquema vigente substancialmente antes de que se le diera autonomía al Banco de México. A través de una Comisión de Cambios formada por el gobierno federal y Hacienda se toman las medidas de política cambiaria.

Las resoluciones de la Comisión de Cambios requieren contar con el voto favorable de por lo menos uno de los miembros de Hacienda. En consecuencia, en última instancia las decisiones fundamentales de la política cambiaria corresponden al gobierno federal.

Sin embargo, con el objeto de que las decisiones que tome la Comisión de Cambios no impidan al banco central cumplir con su objetivo prioritario, la Institución puede compensar el aumento de la base monetaria, resultante de las adquisiciones de divisas que efectuara en cumplimiento de las directrices de la Comisión de Cambios, mediante la colocación y, en su caso, emisión de valores a

cargo del gobierno federal. Asimismo, se estableció un mecanismo para revertir el efecto de estas operaciones en caso de que el banco enajene posteriormente las citadas divisas.

La Comisión de Cambios se integra por seis miembros: el Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público; otro subsecretario de dicha dependencia que designe el titular de ésta; El Gobernador del Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio gobernador designe. Sus integrantes no tienen suplentes.

Las sesiones de la Comisión son presididas por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, en su ausencia, por el Gobernador y en ausencia de ambos por el subsecretario que designe el Titular de Hacienda. Quien presida la sesión tendrá voto de calidad en caso de empate.

Las sesiones pueden celebrarse con la asistencia de por lo menos tres de sus miembros y siempre y cuando ambos organismos se encuentren representados.

Las resoluciones de la Comisión se toman por mayoría de votos, siendo necesario en todo caso el voto favorable de por lo menos uno de los representantes de la citada secretaría. El Gobernador informará a la Junta de Gobierno sobre dichas resoluciones.

### **3.8.2 Facultades de la Comisión.**

Las facultades con que cuenta la Comisión son las siguientes:

I. Autorizar la obtención de créditos a que se refiere para propósitos de regulación monetaria de organismos internacionales y de bancos centrales.

II. Fijar criterios a los que debe sujetarse el Banco en el ejercicio de las facultades de los artículos 32, 34 y 35 y el 33 respecto de la banca de desarrollo. Estos se refieren a las regulaciones de los agentes financieros respecto de sus operaciones con divisas, oro y plata; a la obligación de las dependencias no financieras del gobierno a enajenar sus divisas al Banco de México como el caso de Pemex y emitir él o los tipos de cambio a que deba calcularse la equivalencia de la moneda nacional para solventar obligaciones de pago.

En el caso del artículo 33, este se refiere al establecimiento de límites al monto de las operaciones activas y pasivas que impliquen riesgos cambiarios de la banca de desarrollo, específicamente.

III. Señalar las directrices respecto del manejo y la valuación de la reserva del banco central. De acuerdo con el artículo 23, para cumplir con su objetivo prioritario de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, el Banco de México podrá compensar el aumento de la circulación de moneda o de sus obligaciones a la vista, resultante de las adquisiciones de divisas que efectúe

atendiendo las directrices de la Comisión de Cambios mediante la colocación y en su caso emisión de valores a cargo del gobierno federal.

Esta colocación por cuenta del gobierno sólo podrá efectuarse en caso de que el monto de los valores a cargo del gobierno federal con que el banco cuente en sus activos sea igual o menor que el monto de los depósitos referidos de las adquisiciones del banco y el banco no disponga de otros valores de amplio mercado.

Al momento de realizarse la colocación, el banco central abonará el producto de ella a un depósito a su cargo, sin intereses a favor del propio gobierno. Los fondos depositados serán entregados al gobierno al tiempo y por el monto equivalente de las enajenaciones netas de divisas que el banco efectúe y que por sí mismas determinen disminución en la circulación de moneda o en el monto de las obligaciones a la vista de éste.

### **3.9 Autonomía monetaria y la cambiaria ¿pendiente?**

En este 2004 se cumplen 10 años de la autonomía que en materia de política monetaria se le concedió al banco central, pero a principios de 1998 se le intentó dar también la cambiaria. A continuación presentamos cómo se dio este proceso y en que va.

El 26 de marzo de 1998, el presidente Ernesto Zedillo, envió al Congreso de la Unión una serie de iniciativas de Reformas Financieras. Se promovía principalmente la sujeción de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores al Banco de México; reconocer los pasivos de Fobaproa como deuda pública, y darle al Banco de México autonomía en materia cambiaria, permitir la total participación de la inversión extranjera en el sistema bancario, entre otras.

Al principio, las iniciativas incluyeron la comparecencia de los funcionarios responsables para explicar las ventajas, desventajas y consecuencias de las reformas propuestas. Así desfilaron ante la Comisión Permanente del Congreso de la Unión, el secretario de Hacienda, José Ángel Gurría y el gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz.

Sin embargo, el análisis de dichas reformas se centro en la deuda del Fobaproa. La serie de reacciones encontradas que desató el escándalo de Fobaproa propició que algunas de estas iniciativas no se dictaminaran sino hasta fines de 1998.

La iniciativa de reconocer la deuda de Fobaproa quedó esbozada en la Ley del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), y entre las modificaciones en materia de regulación financiera que se aprobaron, destacó la liberalización del sistema financiero a la inversión extranjera.

Sin embargo, la sujeción de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores al Banco de México, y la autonomía en materia cambiaria al mismo organismo, quedaron postpuestas y la nueva administración Foxista ya ni las consideró.

¿A qué se debió la idea de querer concentrar en el Banco de México la responsabilidad de la política cambiaria y de la supervisión financiera?

En septiembre de 1997 -durante el tercer Informe de Gobierno que por primera vez era contestado por la oposición en persona del diputado perredista Porfirio Muñoz Ledo, ya que con la renovación del Congreso, el PRI había pasado de la mayoría a la primera minoría-, el presidente Zedillo hizo patente la necesidad de que México contara con una Política Económica de Estado (principios generales de acuerdo, entre todos los sectores de la sociedad, para mantener el rumbo económico).

La salida de Miguel Mancera y la llegada sorpresiva para muchos de Guillermo Ortiz -que ocupaba la secretaría de Hacienda- en diciembre de 1997, unida a la presentación en marzo de 1998 de las iniciativas que fortalecían las facultades del Banco de México, se interpretaron como un intento de asegurar que las medidas de política económica impulsadas por el gobierno zedillista mantuvieran su continuidad. Ello, ante el riesgo inminente de perder en 2000 la presidencia y al no poder alcanzar un consenso respecto de la necesidad de una Política Económica de Estado.

Las propuestas de reforma financiera buscaron refugiarse en el Banco de México la política económica de Zedillo que intentaban que el Banco de México se convirtiera en un “mega” banco central con atribuciones tales que aunque la presidencia pasara a manos de la oposición, sería lo suficientemente autónomo para aplicarla aún en contra de los deseos del propio Ejecutivo.

En particular, la Exposición de Motivos de la reforma de la Ley del Banco de México expresa que dentro de la Política Económica de Estado, la adecuada conducción de las políticas monetaria y cambiaria es una herramienta esencial para lograr los objetivos del crecimiento económico y estabilidad de precios que se propuso el gobierno federal.

Para dar certidumbre a los inversionistas y alcanzar equilibrios macroeconómicos fundamentales que pudieran permitir un crecimiento sostenido, el Ejecutivo señalaba que se requerían –entre otros factores- de una política cambiaria que coadyuvara a evitar desequilibrios insostenibles de la balanza de pagos, y de una política monetaria conducente a la estabilidad de precios.

La Exposición de Motivos argumentaba que “hubo un tiempo en que se pensó que una inflación moderada constituía una forma de impulsar el crecimiento de la economía. Ahora se sabe que el proceso lleva consigo diversos costos económicos, aún si es limitado; que exhibe una tendencia inherente a

desbordarse; y que representa un irritante social muy significativo”<sup>36</sup> “La inflación es, por lo general, la manifestación -continua- más visible de un desequilibrio monetario, causado a su vez por un exceso de demanda de bienes y servicios en relación con la oferta disponible. Ocasionalmente el fenómeno se origina en un choque de oferta que puede transformarse en un alza generalizada y repetida de los precios sólo si lo acomoda un aumento de dinero en circulación. Así pues, el control de la inflación depende a fin de cuentas –aunque no del todo- de la política monetaria.”

Los argumentos del Ejecutivo subrayaban que la autonomía del Banco de México sobre todo en materia de política monetaria es fundamental para que el banco “pueda desempeñar exitosamente su cometido”. “No obstante lo anterior –acota la Ley del Banco de México establece que el diseño de la política cambiaria es facultad de la Comisión de Cambios, ... en donde las decisiones últimas competen al Gobierno Federal. Esta situación conlleva una limitación fundamental para la política monetaria. La explicación reside en que las dos políticas mencionadas están por fuerza íntimamente ligadas. De hecho, no son sino dos facetas del mismo fenómeno”.<sup>37</sup>

Así, los argumentos se centraron en que en una economía como la mexicana, progresivamente abierta, la evolución de la inflación no puede entenderse sin referencia al comportamiento del tipo de cambio, porque el tipo de cambio es un determinante fundamental de los precios de prácticamente todas las mercancías, ya que éstas son comerciables internacionalmente. En adición, los precios de los servicios dependen de las expectativas de la inflación que responden, entre otros factores, al comportamiento del tipo de cambio. Por eso, el abatimiento de la inflación resulta imposible sin tomar en cuenta la política cambiaria.

Pese a que el manejo de política monetaria es un poderoso instrumento para combatir la inflación, requiere ser congruente con la política cambiaria para alcanzar la estabilidad.

“Por lo tanto –asegura la iniciativa- lo más deseable es que ambas políticas estén manejadas por una sola institución. Ésta debe ser el Banco de México al tener ventajas comparativas en el manejo de asuntos monetarios”.

Ello conlleva dos efectos:

- reforzar la autonomía del Banco de México
- aumentar la transparencia de las decisiones a los ojos de los participantes en los mercados, contribuyendo a la consolidación de la confianza.

---

<sup>36</sup> (Exposición de Motivos de la Iniciativa de Ley, pág.1)

<sup>37</sup> Exposición de Motivos de la Iniciativa de Ley, pág.2

Para ello se propuso suprimir la Comisión de Cambios, con objeto de que fuera el banco central autónomo el que tuviera a su cargo la conducción de ambas políticas.

También para hacer más ágil la toma de decisiones en la Junta de Gobierno, y promover el continuo diálogo entre el gobierno federal y el banco central en lo que toca a las políticas monetaria y cambiaria, y las exposiciones e informes del Banco de México, se propuso modificar el artículo 14, para que el banco central sólo celebrara operaciones de depósitos y créditos mediante subasta o de conformidad con disposiciones de carácter general con las instituciones de crédito.

Asimismo, se pretendía prohibir al Banco de México garantizar obligaciones a terceros, más no las obligaciones que contraiga el propio instituto en cumplimiento de sus funciones. "Al dar en garantía valores de amplio mercado, el Banco puede facilitar y hacer más eficiente el costo del manejo de las reservas internacionales".

Para homologar el régimen aplicable a las operaciones que tanto la banca de desarrollo como la banca múltiple celebran en el mercado de dinero, se propone facultar al banco central para regular las operaciones en el mercado de dinero de la banca de desarrollo.

También se proponía ampliar las facultades del banco central para vigilar el comportamiento de los intermediarios bursátiles y de las instituciones de crédito, para que su funcionamiento se llevara a cabo conforme a sanas prácticas financieras, e incluso el banco central pudiera hasta fijar límites al monto de tales operaciones.

De acuerdo con el Ejecutivo, el texto vigente de la Ley del Banco de México, genera problemas en la aplicación al momento de imponer sanciones, ya que para determinar el monto de una sanción se debe tomar en cuenta el importe de las ganancias en que pudieron haber incurrido los intermediarios al violar la legislación. La iniciativa que envió el presidente Ernesto Zedillo propone eliminar el criterio anterior, y en su lugar considerar el importe de la operación, el tiempo durante el cual se haya realizado la infracción respectiva y la situación financiera del infractor.

Se proponía sustituir la utilización del costo porcentual promedio de captación (CCP) como la tasa de referencia para calcular las sanciones pecuniarias que impone el banco central, por el costo de captación a plazo de pasivos denominados en moneda nacional (CCP) en virtud de que ésta última tasa refleja de mejor manera las condiciones de mercado.

Asimismo, dotar de mayores facultades al banco central para regular aspectos distintos a las características de las operaciones activas, pasivas y de servicios a intermediarios financieros. Incluso dotar al Banco de México de la potestad de inspección de los intermediarios financieros, y que sea el propio banco el que emita el reglamento respectivo.

iban tan lejos que se proponía que la participación de los representantes del banco en los órganos de gobierno distintos al propio banco se sujeten a los lineamiento de la junta de gobierno del Banco de México.

Como se proponía que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores pase a ser del Banco de México, se sugirió que las remuneraciones de los funcionarios del banco central, las autorice un comité integrado por tres personas nombradas por el secretario de Hacienda que no cause conflicto de intereses.

Asimismo, dado que el importe del capital del banco central más las reservas de dicho capital son actualmente suficientes, se propone suprimir, la obligación que tiene el banco de incrementar el valor real de la suma del citado capital más sus reservas conforme aumente el Producto Interno Bruto en términos reales.

Aseguraban incluso que si "se aprobara la iniciativa se estaría dando un paso más en pro de un crecimiento económico en un ambiente de estabilidad de precios dentro de una Política Económica de Estado y se dotaría al Banco de México de más herramientas idóneas para cumplir con el abatimiento de la inflación.

La iniciativa esperaba que con el tiempo, una vez consagrada la autonomía del banco central, se le considerara como "una Institución Nacional más que como un órgano de gobierno, cuyas políticas tendientes a reducir la inflación sean apoyadas por la sociedad y los mercados financieros". Nadie ha vuelto a insistir sobre el tema.

### **3.10 A diez años de autonomía**

El pasado 1 de abril se cumplieron diez años de la autonomía monetaria del Banco de México.

Puede decirse con base en la comparación con otros bancos centrales que el Banco de México es uno de los más autónomos del mundo y que ha contribuido a la estabilidad macroeconómica del país.

Sin embargo, esa autonomía no va reflejada en nivel de transparencia ni rendición de cuentas como veremos en este apartado.

El 1º de abril de 1994 entraron en vigor los cambios constitucionales y de la ley del Banxico que le otorgaron esa independencia. En línea con la tendencia internacional para permitir mejor desempeño económico ya que la idea central es que la independencia hace mas creíble el compromiso de un banco central con la estabilidad de precios, con lo cual podrá minimizar el costo asociado y podría enfrentar de mejor manera también la necesidad de la estabilización del PIB alrededor de su potencial.

Entonces el Banco de México se aisló de los cambios políticos para sólo concentrarse en su materia. Es decir, ya no estaba obligado a dar financiamiento al gobierno federal aunque éste se lo pidiera por fines electorales, lo que fue un paso importante para consolidar la confianza en el instituto emisor y que funcionó sobre todo en la transición política que vivió México en el 2000.

En un estudio del Grupo Financiero Banamex, el Banco de México es uno de los más autónomos porque tiene autonomía para fijar sus instrumentos de política monetaria (por ejemplo, en la decisión de mover el "corto"), aunque no los tiene para la fijación de la política cambiaria.

Otro aspecto es que en los hechos, a partir del 2001 claramente Banxico definió solo las metas de inflación (aunque entre 1994 y el 2000 había ambigüedad si era Banxico o el gobierno federal el que fijaba la meta cuantitativa de precios del año), el cual incluso ha modificado los objetivos cuantitativos de largo plazo que había fijado el propio banco en los primeros años de autonomía.

Aunque no está prohibido que financie al gobierno (lo que disminuye la autonomía), ello está bien delimitado en la ley. También al gobernador y a los 4 subgobernadores los elige el gobierno federal con la aceptación del Senado, y se determina de la misma manera su eventual reelección (con esto la autonomía disminuye), y son elegidos por periodos de 6 y 8 años respectivamente (a mayor plazo mayor autonomía, pues la influencia del gobierno es más espaciada).

Otros aspectos que se consideran son que en la propia Constitución mexicana está el mandato único de la estabilidad de precios, a lo cual se le añaden en la ley de Banxico los objetivos de la estabilidad financiera y del sistema de pagos, que en la literatura no se considera que se opongan al objetivo principal, de poder ejercer mejor su autonomía.

### **3.10.1 Autonomía de Banxico en comparación internacional**

En comparación internacional, el banco central de México forma parte de los países con uno de los índices de autonomía más elevados. Aunque depende del indicador que se utilice su lugar se modifica en buena medida, está casi siempre entre los más independientes.

En una encuesta del Banco de Inglaterra publicada en el 2000, de 93 países (28 desarrollados, 22 en transición y 44 en desarrollo, de los cuales 11 son de AL y el Caribe), basado en las respuestas de los propios bancos centrales, México queda en el lugar 12 (comenzando por el más independiente).

Banxico es más independiente que el promedio de países en desarrollo y en transición, e incluso se ubica por arriba del promedio de países industriales.

México se ubica en el lugar 16 de los 66 países en desarrollo y en transición, y en el lugar 4 de los 11 países de América Latina. Y de acuerdo con otros estudios tanto del FMI como de algunas universidades, en promedio, México queda en el sexto lugar de los 17 países latinoamericanos.

### 3.10.2 Autonomía e inflación en México

México ha tenido una inflación más baja en su periodo de autonomía que en las dos décadas previas. En ese sentido ha seguido la tendencia mundial de bajas inflaciones, en la que quizá ha existido una contribución positiva de la autonomía

En el caso de México debe considerarse la contribución que la autonomía ha hecho a la estabilidad macro financiera (cuya desestabilización tiene fuerte relación por supuesto con los brotes inflacionarios en el país). A diferencia de lo ocurrido en 1994, en el 2000 la autonomía de Banxico (y en particular el hecho de que su junta de gobierno y el gobernador no fueran elegidos en la misma fecha que el gobierno federal) estimamos que fueron positivos para mantener la estabilidad financiera.

¿Seguirá midiendo la inflación?

Otro punto se refiere a la medición de la inflación. En México es el propio banco central el que mide la variación de los precios. Hace varios años ello conllevaba críticas y sospechas sobre la objetividad de la medición. No obstante, se han hecho avances notables en la transparencia de la medición, e incluso ahora la medición está sujeta a normas estrictas de estandarización (sistema de aseguramiento de la calidad, ISO-9001).

Ello es positivo en sí mismo, aunque debe reconocerse que no constituye la situación ideal, en la que es otra entidad la que calcule la variable sobre la que Banxico debe rendir cuentas (sobre todo desde que se asumió el enfoque de metas de inflación en el 2000), pues ahora Banxico fija su meta y mide su cumplimiento; además es ese diseño el que se previó desde que se le otorgó la autonomía al banco en 1994.

De hecho así lo señalaba ya la explicación de motivos para otorgarle autonomía al Banco de México: "De ser aprobada la reforma constitucional propuesta, no resultaría prudente que la estadística en materia de índices de precios continuara a cargo del banco central. Su producción sería encomendada al INEGI, órgano desconcentrado de la administración pública con autonomía técnica..."<sup>38</sup>[

---

<sup>38</sup> Iniciativa de Ley, gobierno de México; 1993, p.299

### **3.10.3 Autonomía, rendición de cuentas y transparencia en México y el mundo.**

La delegación de poderes a un cuerpo no elegido popularmente (la Junta de gobernadores del banco central) refuerza la necesidad de encontrar fórmulas de rendición de cuentas: la rendición de cuentas en una sociedad democrática es la contrapartida lógica de la autonomía.

Aunque el marco establecido legalmente incorpora fórmulas de rendición de cuentas, ésta tiene todavía un camino por recorrer, que corresponde tanto al propio banco central como al poder legislativo. En particular, es la idea de transparencia la que permite la rendición de cuentas de mejor manera, ante la imposibilidad de establecer un "contrato" que considerara todas las contingencias. Ahora bien, también debe notarse que a mayor rendición de cuentas, menor independencia, por lo que debe buscarse un equilibrio.

En la encuesta citada del Banco de Inglaterra México ocupa el lugar 28 en términos de explicación de políticas (a partir de 12 aspectos englobados en tres temas, referidos a la explicación de las decisiones de política monetaria, de los pronósticos y análisis prospectivos y el tipo de publicaciones y discursos con que se cuenta) y el 52 en términos de rendición de cuentas.

En el caso de México, podría decirse que existe una disparidad entre el elevado grado de autonomía y los niveles más bajos de transparencia y rendición de cuentas.

El aspecto de rendición de cuentas en México, es aún débil y se basa legalmente en que las dos cámaras pueden llamar a los miembros de la junta de gobierno de Banxico a que expongan los temas de su incumbencia; pero no hay ningún mecanismo especial si no cumplen sus funciones o sus objetivos (aparte de la transparencia usual ligada a los reportes regulares de Banxico), cuestión que en general tampoco existe en la mayoría de otros países.

Podría decirse que en el momento de la decisión de la reelección de los miembros de la junta de gobierno por parte del gobierno federal y del Senado es cuando la evaluación que se hace de Banxico se vuelve importante. En la práctica el Congreso ha jugado un papel muy limitado y, a diferencia de algunos países, es raro que llamen al gobernador y no existe una presencia sistemática del mismo en el Congreso<sup>39</sup>.

Actualmente, el banco central ha realizado avances notables en el proceso de volver más transparente la política monetaria, lo que es una condición y en los hechos una de las formas de rendición de cuentas: hay mayor, más oportuna y mejor información sobre variables claves de la política monetaria, se reportan y explican las decisiones que implican un cambio en la política monetaria (los

---

<sup>39</sup> Grupo Financiero Banamex, 10 años de autonomía monetaria. Estudios Económicos pág.3

movimientos del "corto" u otras modificaciones de la regulación monetaria), se explican muchas de las complejidades de la política monetaria, se establece un balance de los riesgos que tienen las perspectivas y las metas de la política del banco central.

Todo ello se realiza a través de la publicación de los reportes de investigación y algunas ponencias de miembros de la junta de gobierno, así como el programa de política monetaria, el informe semestral y anual, y los informes trimestrales sobre la inflación, así como de comunicados de prensa.

¿Y las minutas?

Ahora bien, todavía hay un camino por recorrer y tiene que ver con la publicación de las minutas de las reuniones de la junta de gobierno, las votaciones individuales, los modelos y pronósticos utilizados, la publicación sistemática de los discursos de los miembros de la junta de gobierno, una política de comunicación más agresiva y ambiciosa, y el desarrollo de la explicación de temas claves de la política monetaria.

Hay también falta de desarrollo, omisiones no justificadas e incluso contradicciones en la explicación de esos temas claves de política monetaria: enfoque de metas de inflación, implementación de la política monetaria (el significado del "corto") y el de los mecanismos de transmisión de la misma. Además, la forma de implementación de la política monetaria, el llamado "corto", es poco transparente en sí mismo (aunque tiene elementos positivos en términos de flexibilidad), a lo que se han añadido problemas en la comunicación.

Respecto a rendición de cuentas, puede resultar sorprendente el que el Congreso no haya citado al gobernador de forma rutinaria (en EUA por ejemplo, ocurre dos veces al año), sino muy esporádica. Tales presentaciones no aparecen en el sitio de internet del banco central y casi ninguna trascendió en la prensa general o la especializada, con excepción de la defensa por parte del gobernador de la iniciativa de ley (no aprobada) en que se le otorgaba al banco central autonomía en la fijación de la política cambiaria y no sólo monetaria que aparece con fecha de 6 de abril de 1998.

## **Capítulo 4**

### **La Crisis Cambiaria de 1994 y la Adopción del Régimen de Flotación**

Este capítulo tiene como finalidad explicar los antecedentes y causas que llevaron a la crisis de fines de diciembre de 1994 y a la adopción de un régimen de flotación. Sobre esa base, intentaremos concluir si dadas las circunstancias y con el régimen cambiario en vigor, las políticas monetaria y cambiaria del Banco de México fueron las adecuadas.

Es importante subrayar que la adopción de medidas de política económica - donde las monetarias y cambiarias no son la excepción- de ninguna manera son ajenas a los intereses políticos y sociales de los hombres que las implementan: muchas de las medidas monetarias que se implementaron en los años objeto de esta tesis, obedecieron a ellos.

En primer término, se hace una breve reseña de los principales acontecimientos políticos y los resultados económicos de ese año. En esta tesis consideramos importante hacer una referencia a los hechos políticos y delictivos que se dieron en 1994 y que no tuvieron precedente alguno desde la década de los Treinta, no sólo por su importancia sino también porque a esta serie de hechos se le atribuyó en gran parte la merma que registraron las reservas internacionales.

En un segundo plano se hace referencia al proceso que llevó a la crisis de balanza de pagos que México enfrentó luego de la devaluación de fines de 1994. Pese a las diversas interpretaciones que distintos especialistas ofrecieron para explicar el fenómeno, nosotros destacamos que la crisis de fines de 1994, al final de cuentas, fue ocasionada por una pérdida de confianza. El nuevo gobierno no explicó cómo se pensaba financiar el déficit de cuenta corriente y realizar la amortización de Tesobonos. Un ejemplo claro fue la fuerte fuga de divisas que se registró en los dos primeros meses del gobierno de Zedillo, poco más de 9 mil millones de dólares.

Para completar este aspecto y fundamentar nuestra aseveración, agregamos un anexo cronológico de lo que pasó en diciembre de 1994, incluyendo lo que se llamó más tarde el "error de diciembre". Finalmente, el paquete de apoyo financiero externo obligó a las autoridades mexicanas a transparentar no sólo la información, sino también sus medidas de política económica, para recuperar la confianza perdida.

En un tercer plano, se presenta la política monetaria y cambiaria que el Banco de México implementó a lo largo de 1994. De donde se observa que de acuerdo con el régimen cambiario en vigor, el Banco de México hizo lo que tenía que hacer, en tanto, que la secretaría de Hacienda no tomó medidas adicionales a lo largo de 1994 para prevenir la crisis.

Con este marco, en la cuarta parte se analizan diversas explicaciones que de la crisis económica se dieron, incluyendo las del Banco de México y las del gobierno federal que fueron diferentes.

Todo lo anterior, con las conclusiones del porqué se adoptó un régimen de tipo de cambio de flotación, en conjunto con un programa económico de ajuste sin precedentes en la historia económica reciente del país.

#### **4.1. 1994. ¿El año en que vivimos en peligro?**

A lo largo de 1994 coincidieron fenómenos políticos, económicos y sociales no vistos en México por lo menos en su historia reciente. Este año inició con el enfrentamiento de dos Méxicos. El primero, una economía en crecimiento que celebraba la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y Canadá, y el segundo que orillaba al estallido de la rebelión en el estado de Chiapas y al surgimiento del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN) estremeciendo al país y ante el asombro del extranjero.

De esta manera, se sometió a prueba tanto al sistema político nacional - que había imperado en nuestro país poco más de 60 años- como al modelo económico que se había adoptado desde 1982 y que se coronaba con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

A estos fenómenos internos se sumó un entorno internacional adverso. Se presentó una fuerte reversión de los capitales foráneos hacia nuestro país no sólo por la incertidumbre interna sino también porque se registraron incrementos en los rendimientos de la tasa de interés de otros países, principalmente los Estados Unidos que hicieron de estos mercados financieros, lugares más rentables y seguros.

El conflicto armado de Chiapas ensombreció el proceso de sucesión presidencial de 1994. La campaña del entonces designado candidato presidencial oficialista (PRI), Luis Donaldo Colosio, se debilitaba ante la figura del recién nombrado responsable del diálogo para la paz y aspirante perdedor a la candidatura presidencial del PRI, Manuel Camacho Solís. Sus primeros éxitos –como el cese al fuego– en la negociación con el líder de la guerrilla chiapaneca, el encapuchado Sub-comandante Marcos, ocupaban las ocho columnas de los medios nacionales, en tanto, que la campaña de Colosio se perdía.

Prueba de lo debilitada que se encontraba la campaña presidencial de Luis Donaldo Colosio, fue que Carlos Salinas - en Los Pinos- tuvo que aclarar a los miembros del PRI quien era el candidato con la frase "No se hagan bolas, el candidato es Colosio".

Sin embargo, no fue sino hasta la celebración del 64 aniversario del PRI, el 6 de marzo en el monumento a la Revolución, cuando Colosio marco su distancia con el presidente saliente, y poco después alcanzó un acuerdo con Camacho Solís.

Con estos hechos, pareció consolidarse el proceso de sucesión, sin embargo, el ambiente de incertidumbre, inseguridad y violencia fue en aumento. Una serie de actos delictivos, del que destacó el secuestro de Harp Helú, dueño de Banamex, llegó a su clímax con el asesinato de Luis Donald Colosio, el 23 de marzo de ese año.

Tras el hecho, se vino un periodo de relativa estabilidad, el priismo cerró sus filas ante el nuevo candidato, Ernesto Zedillo, y se encaminó a ganar las elecciones, donde se obtuvo el triunfo gracias al voto de mexicanos que más que por el PRI votaron por la estabilidad y la paz social que veían amenazada.

Pese a la frágil tranquilidad que se vivió, una encarnizada lucha al interior del sistema político, en septiembre, cimbró nuevamente no sólo al sistema político sino también al económico. El asesinato de Francisco Ruiz Massieu, secretario general del PRI, a las afueras del Hotel Casa Blanca a pasos de la avenida Reforma en la Ciudad de México, desencadenó una serie de hechos sin precedentes en la historia reciente de la política nacional.

La sospecha de que el diputado priista, José Muñoz Rocha –amigo de Raúl Salinas de Gortari, hermano del presidente- había sido el responsable del homicidio de acuerdo con las primeras investigaciones de Mario Ruiz Massieu, hermano de la víctima y procurador general, desencadenó un fuerte enfrentamiento entre el PRI y la PGR, que orilló en la renuncia de Mario Ruiz Massieu, y que provocó una nueva ola de incertidumbre que se sumó a las amenazas del EZLN de reiniciar hostilidades, ya en diciembre de 1994.

En lo que toca al ámbito económico, el modelo que se encontraba apalancado a la entrada en vigor del TLC, tuvo que esperar hasta 1994 para que comenzara. Carlos Salinas de Gortari junto con su gabinete económico habían apostado, con el entonces presidente de los Estados Unidos -George Bush- del Partido Republicano, a la firma del TLC. Sin embargo, las elecciones presidenciales en ese país favorecieron a Bill Clinton que era miembro del Partido Demócrata, partido que fue renuente a la firma de un acuerdo de libre comercio con México.

Este hecho obligó a una renegociación del TLC y retrasó su entrada en vigor, lo que comenzó a generar incertidumbre entre los inversionistas que habían comprometido ya sus recursos. De la misma manera, se comenzaron a generar dudas respecto de la sustentabilidad del déficit de la cuenta corriente, provocado principalmente por el bajo nivel de exportaciones y el alto dinamismo de las importaciones, situación que el gobierno esperaba se revirtiera una vez firmado el acuerdo con Estados Unidos y Canadá.

Finalmente, en enero de 1994 entró en vigor el TLC, pero la serie de conflictos políticos y sociales generaron incertidumbre en los mercados financieros nacionales, situación que se sumó a un entorno internacional adverso, en virtud, de que se registraron alzas en las tasas de interés principalmente de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos.

Todo ello provocó presiones sobre el tipo de cambio, las reservas internacionales, las tasas de interés y el déficit de la cuenta corriente. Sin embargo, en los primeros 11 meses de 1994, el desempeño de la economía fue favorable. Los resultados de crecimiento económico, nivel de exportaciones, entre otros indicadores mantuvieron un buen desempeño. Pero, para finales de 1994 una serie de contradicciones terminaron por aflorar una crisis financiera.

La insostenibilidad del déficit de la cuenta corriente, debido a un gran nivel de endeudamiento de corto plazo y a una balanza comercial altamente deficitaria, con el "error de diciembre" desencadenaron una crisis económica con consecuencias desastrosas para el país en 1995 y que todavía no se han podido superar.

En 1994 aún con los grandes periodos de volatilidad que se vivieron a lo largo del año, y de los síntomas de crisis estructural, el papel de las autoridades financieras, encabezadas por Pedro Aspe y Miguel Mancera fue cuestionado sólo partidos de oposición y uno que otro analista. Pese a la incertidumbre, la mayor parte de los inversionistas mantenían confianza en el gobierno de Carlos Salinas de Gortari.

La toma de protesta del nuevo presidente, Ernesto Zedillo, electo con más del 50% de los votos, abrió el compás de espera para la conformación del nuevo gabinete. El anuncio del equipo del presidente en diciembre, no gustó a muchos, ni en el ámbito político, ni en el financiero. Lo anterior como consecuencia de la inclusión en el gabinete de tres personas, que debían probar su capacidad en los nuevos puestos. Jaime Serra en lugar de Pedro Aspe en Hacienda; Pichardo Pagasa en Energía; y Esteban Moctezuma en Gobernación.

El gabinete no generó la confianza esperada, lo que terminó sumándose a los problemas sociales y políticos minando seriamente la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros. Esta situación alcanzó su clímax el último mes de 1994, con el "error de diciembre". La situación de urgencia desembocó en un giro de política monetaria, pero sobre todo cambiaria, de 180 grados con la adopción del régimen cambiario de flotación, obligando al diseño de nuevos instrumentos de intervención monetaria y cambiaria.

#### 4.1.1 Los resultados económicos en 1994.

En este apartado presentamos un cuadro resumen de los principales resultados económicos, acompañado de algunas de las explicaciones que ofreció el Banco de México respecto del comportamiento económico.

<b>PRINCIPALES RESULTADOS ECONOMICOS</b>		
	<b>1993</b>	<b>1994</b>
<b>Producto Interno Bruto</b>		
Crecimiento real	0.7%	3.5%
Millones de Pesos	1,127,584	1,252,915
<b>Inflación</b>		
Dic./dic	8%	7.1%
<b>Tipo de cambio nominal</b>		
Promedio	3.00	3.50
<b>Precio del Petróleo</b>		
Dólares por barril	13.20	13.88
<b>Balance Público</b>		
Porcentaje del PIB	0.7%	0.3%
<b>Deuda total</b>		
Deuda Interna millones de pesos	59,788	64,952
Deuda Externa millones de dólares	68,515	74,593
<b>Sector Externo</b>		
Balanza Comercial mdp	(13,481)	(18,464)
Variación porcentual	-15.4%	37%
<b>Exportaciones</b>		
Tasa de crecimiento real anual	12.3%	17.3%
Millones de dólares	51,886	60,882
<b>Importaciones</b>		
Tasa de crecimiento real anual	5.2%	21.4%
Millones de dólares	65,367	79,346
<b>Cuenta Corriente</b>		
Millones de dólares	(23,399)	(28,786)
Porcentaje del PIB	6.47%	7.70%
<b>Cuenta de Capital</b>		
Millones de dólares	32,582.1	11,548.6
Variación porcentual		-64.6%
<b>Remuneraciones real</b>	4.9%	3.7%
<b>Productividad por trabajador real</b>	6%	8%
<b>Empleo promedio anual</b>	-0.4%	0.5%
<b>Tasa de desempleo abierto</b>	3.4%	3.7%

40

<sup>40</sup> Elaboración propia con datos del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda. Informe Anual 1994 e Informe de Finanzas Públicas.

Los resultados económicos de 1994 desde el punto de vista del Banco de México.

## La inflación

Para el Banco de México los resultados que arrojó la economía en 1994 fueron positivos, tomando en cuenta el entorno en el cual se desarrolló. Durante este año la economía creció 3.5%, aumento superior al de 0.7% observado el año precedente. El incremento de los precios fue de 7.1% - considerando diciembre de 1993 contra diciembre de 1994-. Esta inflación fue la más baja en 22 años.

De acuerdo con el banco central, este nivel de inflación fue moderado, ya que la devaluación de finales del año no afectó grandemente su trayectoria, porque se consolidó la apertura comercial, con lo cual se generó una mayor flexibilidad en la oferta de bienes y servicios, ante cambios en la demanda interna. Otro factor que contribuyó, fue la disminución en los márgenes de comercialización de los bienes importados o con contenido importado considerable y en consecuencia de los producidos internamente; y que a lo largo de 1994 se implementó una política monetaria orientada a bajar la inflación.<sup>41</sup>

Un hecho que destaca el Banco de México, es la contribución del control de los salarios y el aumento de la productividad al abatimiento de la inflación. De acuerdo con el banco, la devaluación del tipo de cambio no afectó grandemente el desempeño de los precios, gracias a que el incremento en los salarios reales se mantuvo controlado.

“La elevación del tipo de cambio dentro de su banda de flotación, que se registró de febrero al 19 de diciembre de 1994, tuvo un impacto limitado en el crecimiento de los precios, que se debió al abatimiento de los precios salariales, un factor importante en la disminución de la tasa de inflación de los servicios no básicos.”<sup>42</sup>

En 1994, se destacó que la inflación había bajado a sólo un dígito. En ese entonces el propio banco afirmó que el mantenimiento de la inflación anual en un solo dígito se logró sin recurrir a lo que se ha denominado “represión a la inflación”. Todo lo contrario, reiteró que se avanzó hacia una estructura de precios relativos, acorde con las condiciones de los mercados, lo que se reflejó en el pleno abastecimiento en los mercados de consumo, alcanzando el máximo posible, en la práctica.

Asimismo, sostuvo que en 1994 se avanzó en el proceso de liberalización de precios de mercancías y servicios básicos que producía el sector privado y sujetos a algún tipo de control oficial, al mismo tiempo que se ajustaban los precios y tarifas del sector público de acuerdo con las referencias internacionales, lo que le daba mayor flexibilidad a la estructura de precios.<sup>43</sup>

<sup>41</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 pág. 26

<sup>42</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 pág. 26

<sup>43</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 pág. 30

Sin embargo, este alcance fue más tarde seriamente cuestionado por especialistas, que indicaron que México había logrado bajar su inflación a un dígito, pero no de manera sostenible, lo que contribuyó a la recesión económica de 1995.

#### Comentarios a algunos aspectos del dinamismo económico

El banco central atribuyó por el lado de oferta agregada el dinamismo del PIB al incremento de la productividad, y por el lado de la demanda agregada al dinamismo del sector externo luego de la firma del TLC.

Empero, destacó que se dio un incremento del consumo de 3.5% real comparado positivamente con el crecimiento de 0.4% registrado en 1993, pero que buena parte del aumento en el gasto se financió con créditos bancarios. Estos aumentaron 327% entre 1989 y 1994 y en el manejo de los cuales acusó en ese entonces el Banco de México "desafortunadamente no siempre imperó la prudencia".<sup>44</sup> La crisis del sistema financiero se había empezado a gestar.

#### Ahorro Interno

Un factor al que el Banco de México llamó la atención y que poco después sería considerado como una de las causas de la crisis de 1995, y pretexto para llevar a cabo la reforma al sistema de pensiones fue el ahorro interno.

Al respecto el Banco de México señaló que el ahorro interno de la economía venía registrando un mal desempeño. La tasa de ahorro interno de la economía, pasó de 16.7% como proporción del PIB a 15.8%, como consecuencia de una caída del ahorro del sector público, reflejo de un incremento en el gasto del gobierno. Entre 1993 y 1994 el ahorro privado creció 1.7 puntos porcentuales del PIB, en tanto, el del sector público bajaba 3 puntos porcentuales.<sup>45</sup>

#### Finanzas públicas<sup>46</sup>

En 1994, las finanzas públicas casi se mantuvieron en equilibrio. El déficit fue de 0.3%, el equivalente a 3,683 millones de pesos. Si se consideran los recursos obtenidos por el proceso privatizador ( 0.1% en 1994) se hubiera generado un superávit de 1,398 millones de pesos. Asimismo, en ese año disminuyó la carga impositiva como consecuencia de un acuerdo al interior del PECE (Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico) en 1993, el ISR bajó de 35 a 34% y no se incrementaron las tarifas eléctricas ni la gasolina. En 1994 se contó con mayor número de contribuyentes, pero con tasas impositivas más bajas.

<sup>44</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 14

<sup>45</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 15

<sup>46</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 89-102

## Deuda

En 1994 se continuó con el proceso de disminución del saldo promedio de la deuda pública interna, tanto en su definición económica amplia como en la consolidada con el Banco de México, lo que no se observó en el caso de la deuda externa debido a su mayor valor en moneda nacional. El Banco de México estableció que la caída en el saldo de la reserva internacional durante 1994 se reflejó en un incremento de la deuda externa consolidada con el Banco de México.

Así, en conjunto la deuda pública aumentó al pasar la deuda neta total económica amplia (sector paraestatal) de 24.4% del PIB en 1993 a 24.8% en 1994 ubicándose en 310,211 millones de pesos. En cuanto a la deuda pública neta total consolidada con el Banco de México, ésta pasó de 21.9% del PIB en 1993 a 22.5% en 1994. Todo lo anterior con base en promedios.

En consecuencia, el saldo total como proporción del PIB ascendió a 36.9 puntos porcentuales, 31,7% para el saldo de la deuda externa y 5.2% para el saldo de la deuda interna.

## La Balanza de Pagos

En 1994 el déficit de la cuenta corriente fue de 28,786 millones de dólares, aunado a las salidas por 1650 millones en el rubro de errores y omisiones, que solo pudo ser parcialmente cubiertos por un ingreso de 11,549 millones en la cuenta de capital. Ello condujo a una desacumulación de 18,884 millones de dólares en las reservas internacionales brutas.<sup>47</sup>

### La cuenta corriente

El 1994 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a 28,786 millones de dólares; superior al de 23,399 millones de dólares registrado en 1993. De acuerdo con el Banco de México, un 92% del incremento en el saldo de la cuenta corriente se originó en el mayor déficit comercial; un 15% se debió a los menores ingresos por servicios.<sup>48</sup>

### La cuenta de capital

En 1994 se registró una reducción importante en el monto de entradas de capital del exterior. A México ingreso un total de 11,549 millones de dólares, un nivel 64.6% menor al de 1993. Entre las causas, el Banco de México apuntó el impacto desfavorable en las expectativas ocasionado por los actos delictivos y los desafortunados acontecimientos políticos ocurridos a lo largo del año, así como la presencia de un entorno internacional adverso, dado que se registraron altas tasas

<sup>47</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 187

<sup>48</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 39

de interés y una contracción de la oferta de recursos a las economías emergentes, fenómenos que contribuyeron a la reducción en el monto de recursos externos disponibles al país.

“El impacto positivo –refirió- en las expectativas que tuvo la aprobación y entrada en vigor del TLC es un importante factor explicativo del flujo de 9,809 millones de dólares de entradas de recursos externos experimentado en el primer trimestre de 1994, monto que constituyó el nivel histórico más alto para un trimestre. Sin embargo, a partir de finales de marzo los eventos políticos y delictivos determinaron que durante ciertos lapsos se dieran importantes salidas del capital del país”.<sup>49</sup>

La inversión extranjera de cartera pasó de 28,919 millones de dólares en 1993 a 8,186 millones de 1994.

“Este menor flujo permite constatar –explicó el banco central- la problemática que se enfrentó en 1994 para colocar papel mexicano en los mercados internacionales, lo que entre otros factores reflejó el impacto de los eventos políticos y los trágicos acontecimientos ocurridos en el país, así como la creciente competencia entre los mercados emergentes por un monto menor de recursos externos. La banca comercial realizó colocaciones netas de bonos por 100 millones de dólares y el sector privado no bancario por 2,721 millones, lo que se compara desfavorablemente con los 1,345 millones y 3,890 millones, respectivamente, realizadas en 1993”.<sup>50</sup>

El Banco de México, para comprobar que las expectativas de mediano y largo plazo de la economía eran favorables, señaló que a diferencia de lo que pasó en la inversión extranjera de cartera, la inversión externa directa (IED) evolucionó muy positivamente a lo largo de 1994, acumulando un flujo de 7,890 millones de dólares, nivel 81.8% mayor al registrado el año anterior.

La entrada de mayor IED se vio favorecida por las mayores facilidades otorgadas al capital extranjero en la nueva Ley de Inversión Extranjera que entró en vigor en 1994, ahí también la entrada en vigencia del TLC fue un factor determinante del aumento espectacular de la IED.

#### **4.2. - La crisis de 1994. Una crisis de confianza**

Si bien los analistas han discutido las causas estructurales y de medidas de política económica que originaron la crisis de 1994, para nosotros la causa principal fue la pérdida de confianza. El programa económico que se presentó el 15 de diciembre de ese año no contempló una estrategia para refinanciar los abultados pasivos de 1995 y el déficit de cuenta corriente, lo que se añadió a una serie de contradicciones de las autoridades monetarias y financieras, llevando a la

<sup>49</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 180

<sup>50</sup> Informe Anual del Banco de México, pág. 183

pérdida de reservas más importantes que se haya visto en tan sólo un mes: poco más de 6 mil millones de dólares y la más grande en dos meses: casi 8 mil millones de pesos. Así, fue la pérdida de la confianza –resultado de una serie de declaraciones y contradicciones desafortunadas entre las autoridades financieras– la que al final llevó de un problema de balanza de pagos a una crisis financiera de magnitudes no vistas.

La evolución de las reservas internacionales<sup>51</sup> se caracterizó por un aumento continuo entre 1988 y el primer trimestre de 1994. En diciembre de 1988, las reservas internacionales sumaban 6 mil 588 millones de dólares, las entradas continuas de capital permitieron que las reservas llegaran el 3 de enero de 1994 a 24 mil 978 millones de dólares, y alcanzaran hasta 29 mil 228 millones, el máximo nivel, el 15 de febrero de 1994.

De acuerdo con el Informe del Banco de México correspondiente al año de 1994 y con base en la información disponible del comportamiento de las reservas internacionales día a día, en 1994 el mercado cambiario estuvo sujeto a presiones de *tiempo en tiempo*. En febrero las tasas de interés en Estados Unidos aumentaron lo que aunado a actos delictivos políticos y otros factores<sup>52</sup> provocó una rápida depreciación de la moneda nacional dentro de la banda de flotación.

En febrero y periodos posteriores los acontecimientos de orden político y delictivo afectaron *fuerte y negativamente* a los mercados. Secuestro de empresarios y el giro que tomaron las negociaciones en Chiapas, ocasionaron que el tipo de

---

<sup>51</sup> De acuerdo con los artículos 19 y 20 de Ley del Banco de México aprobada en marzo de ese año, las reservas internacionales se componen principalmente de las divisas y el oro, propiedad del banco central, más los pasivos con el FMI y bancos centrales exigibles a plazo no mayor de seis meses o de amplia liquidez.

<sup>52</sup> a) Los mayores intereses externos provocaron que en el margen, algunos inversionistas se desistieran de continuar canalizando recursos a México.

b) Entre 1990-94 los extranjeros invirtieron recursos principalmente por medio de la adquisición de acciones de sociedades de inversión abiertas. Quienes tomaron riesgos en países emergentes gracias a las expectativas de mayores ganancias lo que pasó efectivamente entre 1990 y 1993.

Una de las variantes más usadas para invertir en valores mexicanos fue la adquisición de Bonos Brady a la par, cuyo precio dependía de la tasa de los bonos de muy largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos. Cuando la tasa de interés de Estados Unidos creció rápidamente a partir de febrero de 1994, el precio de los bonos a la par se desplomó en cerca de 15%, tan sólo en el curso de un mes. Lo que ocasionó que también cayeran súbitamente los precios de las acciones de las sociedades de inversión abiertas, especializadas en títulos mexicanos, lo cual generó intranquilidad entre los accionistas, algunos de los cuales exigieron la liquidación de sus inversiones.

Para dar salida, las sociedades empezaron a vender sus activos más líquidos, los cuales eran Cetes a diferentes plazos. Estas ventas --refirió el Banco de México-- y las correspondientes adquisiciones de moneda extranjera, presionaron el tipo de cambio y luego a las tasas de interés nacionales. Las reacciones negativas se retroalimentaron, pues la depreciación de la moneda nacional y el incremento de las tasas de interés en México, tuvieron un nuevo impacto depresivo sobre los precios de las acciones de las citadas sociedades de inversión.

c) En los últimos años, la tasa de rendimiento de los bonos a la par, se había convertido en la “tasa piso” de las emisiones de bonos en moneda extranjera con riesgo México. Al aumentar significativamente en febrero el rendimiento de los bonos por el incremento de las tasas de interés externas. El costo del financiamiento exterior de empresas y bancos mexicanos mediante la emisión de valores se elevó substancialmente. Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 56 y 57.

cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que las tasas de interés sufrieran presiones alcistas, adicionales a las procedentes del exterior.

Sin embargo, los ajustes en el tipo de cambio y en las tasas de interés, que se dieron en febrero y periodos posteriores resultado de la política monetaria del Banco de México permitieron equilibrar el mercado de divisas salvo cinco días en que la venta de dólares se hizo necesaria, misma que sumó 752.3 millones de dólares.<sup>53</sup>

El 17 de marzo, las reservas internacionales se ubicaban en 28 mil 417 millones de dólares y se mantuvieron relativamente estables hasta el 23 de marzo cuando se ubicaban en 28 mil 321 millones de dólares y fue ese día, cuando el asesinato del candidato del PRI a la presidencia, Luis Donaldo Colosio, generó un primer lapso de incertidumbre.

El banco central lo expresó así:

“El propio hecho y las inquietudes que surgieron en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad. La reserva del Banco de México cayó 10 mil 388 millones de dólares en los 30 días posteriores al homicidio. Las tasas de interés entre la penúltima semana de marzo y la última de abril, en particular, la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP) pasó de 10.93 a 21.125%. Esta elevación ayudó a que en el último tercio del mes de abril *la situación se volviera a estabilizar*, cuando el mercado alcanzó el equilibrio, con un nivel en las reservas de 17mil 541 millones de dólares .”<sup>54</sup>

Ya para los finales de abril y hasta el 11 de noviembre de 1994 cuando las reservas llegaron a 16,221 millones de dólares, no hubo merma de éstas, salvo cuando renunció el secretario de Gobernación, Jorge Carpizo, el 25 de junio de ese año.

Del 24 de junio al 12 de julio, el banco central tuvo que intervenir diariamente en el mercado, lo que sumó 2 mil 652 millones de dólares. El 19 de julio y el 21 de julio, el banco tuvo que vender nuevamente 150 y 100 millones de dólares respectivamente para ubicar de nuevo al mercado en el equilibrio.

Así, para recuperar esta pérdida se hizo uso de las ventas de divisas del gobierno federal al banco central provenientes de las privatizaciones y, sin contar el periodo de incertidumbre de junio-julio, las reservas internacionales comenzaron a reconstituirse.

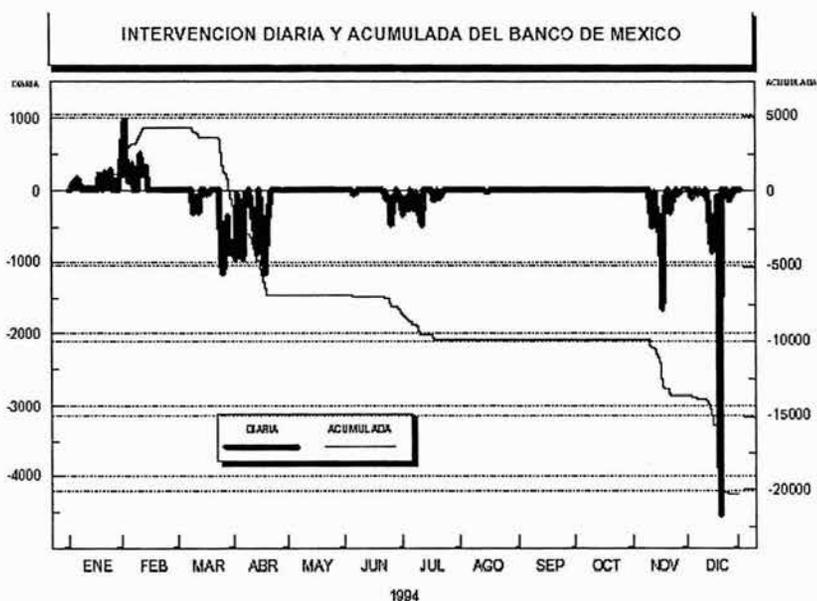
---

<sup>53</sup> El 9 de marzo el banco central se vio obligado a vender 300 millones de dólares; el 10 de marzo 80 millones; el 11 de marzo 320 millones; el 15 de marzo 2.3 millones; y el 16 de marzo otros 50 millones de dólares. Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 193.

<sup>54</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 58.

El instituto emisor argumentó que la estabilidad mostrada por el saldo de las reservas (fuera de las caídas) eran indicios de lo siguiente:

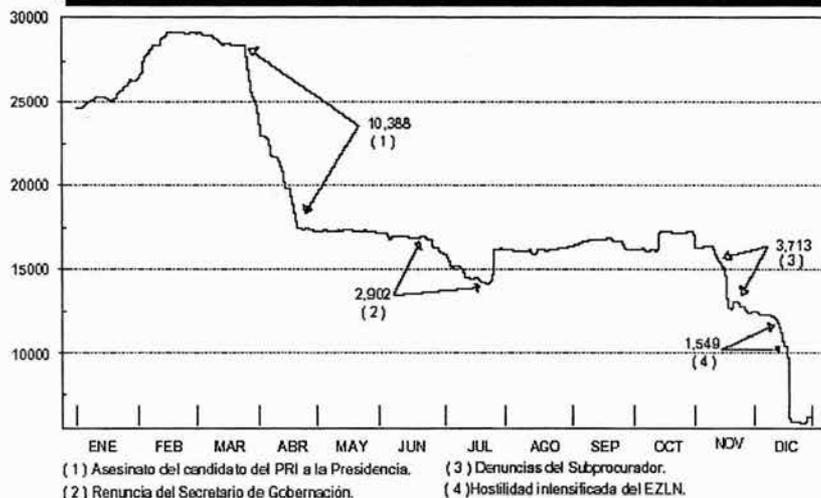
“Que a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril y a mediados de noviembre, la balanza de pagos se equilibraba, no obstante la inquietud subyacente....Y en esas condiciones no resultaba procedente efectuar una devaluación, por el contrario, la experiencia sugería que hacerla traería considerables presiones inflacionarias”.<sup>55</sup>



<sup>55</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 58.

## SALDOS DE LA RESERVA INTERNACIONAL NETA 1994

( Millones de dólares )



Para el mes de noviembre y cuando las reservas se encontraban en 16 mil 221 millones de dólares, las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu al despertar graves preocupaciones sobre la estabilidad del sistema político mexicano<sup>56</sup> causaron una pérdida de reservas de cerca de 3,500 millones de dólares, a lo que se sumó una pérdida adicional de 213 millones de dólares, en virtud del incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos, el 15 de noviembre.

El sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió aumentar en 75 puntos base, la tasa de fondos federales - la acción más restrictiva de política monetaria en los Estados Unidos desde 1990. Se esperaba además que la Reserva Federal decidiera incrementar nuevamente la tasa de fondos federales, en la reunión de su comité de operaciones de mercado abierto el 20 de diciembre de 1994. Esta expectativa presionó de nuevo a las tasas de interés de México.

El aumento de estas últimas, provocó pérdidas adicionales a inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, lo que incluso provocó fugas de capital. Entre las tasas en México, la que más aumentó fue la tasa de interés pasiva de captación al mayoreo y la que se determina en la "sesión matutina" del mercado de dinero.

El mismo gobernador del Banco de México, Miguel Mancera consideró tiempo después que México pudo haber sorteado la crisis de no haber sucedido el asesinato de Ruiz Massieu. "Con ese asesinato y el curso de las investigaciones todo se empezó a descomponer", afirmó.

<sup>56</sup> Informe Anual del Banco de México de 1994, pág. 59.

En consecuencia, el Banco de México señaló que hasta mediados de noviembre de 1994, las reservas se mantuvieron en niveles elevados tanto en términos históricos como en comparación con la base monetaria.

“Es decir, en tanto no se producían acontecimientos políticos desestabilizadores, la balanza de pagos permanecía virtualmente en equilibrio. La inusitada e imprevisible recurrencia de las citadas perturbaciones determinó que las medidas adoptadas resultarán insuficientes para sostener el régimen cambiario de bandas. De no haber ocurrido una y otra vez los acontecimientos referidos, que continuaban minando la confianza, posiblemente el esquema cambiario podría haberse sostenido, o en su caso, modificado para darle mayor flexibilidad sin que ello tuviera repercusiones traumáticas.”<sup>57</sup>

La pérdida de la confianza, en nuestra opinión fue la detonante de la crisis de diciembre de 1994. El comportamiento de las reservas es un ejemplo<sup>58</sup>. Como consecuencia de la recurrencia de actos delictivos, políticos, y choques externos entre el 1 de enero y el 1 de diciembre de 1994, las reservas internacionales pasaron de 24 mil 978 millones de dólares a 12 mil 510 millones de dólares.

En marzo, la incertidumbre por el asesinato de Luis Donaldo Colosio implicó una pérdida de 10 mil 388 millones de dólares. En junio, la renuncia del secretario de Gobernación ocasionó una pérdida de 2 mil 902 millones de dólares; y en noviembre las denuncias del subprocurador, Mario Ruiz Massieu, implicaron una pérdida de 3 mil 713 millones de dólares.

A lo largo de 11 meses, y tras el estallido del conflicto armado en Chiapas, dos asesinatos políticos de alta envergadura, un duro enfrentamiento al interior del sistema político y del gobierno, y un adverso entorno internacional, ocasionaron una merma en las reservas internacionales por 17 mil 003 millones de dólares, mismos que se compensaron en parte por los recursos de las privatizaciones y con los ingresos de divisas que provenían de paraestatales como Pemex. Al final de la jornada, la pérdida se ubicó en 12 mil 468 millones de dólares.

Cuando ocurre el cambio de gobierno, en tan sólo dos meses –diciembre de 1994 y enero de 1995– las reservas cayeron 9 mil 026.7 millones de dólares, incluso con el régimen de flotación vigente desde fines de diciembre.

En diciembre, el recién estrenado gobierno de Zedillo, vio esfumarse, 6 mil 693 millones de dólares, con lo que las reservas se ubicaron en el nivel de 1988. Aun en enero de 1995, las reservas con todo y régimen de flotación continuaron cayendo hasta el mínimo de 3 mil 483.3 millones, como consecuencia de las amortizaciones adelantadas de Tesobonos.

---

<sup>57</sup> Informe Anual del Banco de México, pág. 61.

<sup>58</sup> Informe Anual del Banco de México, varias páginas.

Es de destacarse que en diciembre de 1994, Ernesto Zedillo recibió un gobierno con el doble de las reservas que había recibido Carlos Salinas, con un TLC en vigor y un marco macroeconómico favorable: la inflación en un dígito, un ritmo de crecimiento del 3%, y sin déficit fiscal, pero eso sí con una deuda de corto plazo de más de 65 mil millones de dólares.

#### 4.2.1 Los primeros pasos de la administración Zedillista

A pesar del escenario macroeconómico favorable, al cambio de poderes, el gabinete que dio a conocer el nuevo presidente, Ernesto Zedillo, no generó confianza. Uno tras otro se dieron errores en el manejo de información económica. Es más, como *declaraciones desafortunadas* fueron calificadas los señalamientos del recién estrenado secretario de Hacienda, Jaime Serra, por el reconocido economista Rudy Dornbush.

Serra aseguró a mediados de diciembre a los inversionistas extranjeros que no habría devaluación, al tiempo que los Criterios Generales de Política Económica<sup>59</sup>

---

<sup>59</sup> Los Criterios Generales de Política Económica que presentó el gobierno federal a la Cámara de Diputados el 15 de diciembre, estaban “sustentados” en el análisis de la situación imperante de la economía y de sus perspectivas. El documento de escasas 14 cuartillas más 4 cuadros estadísticos, establecía que el crecimiento para 1994 se estimaba en 3.1%, no obstante los trágicos acontecimientos que se habían dado en el año.

Las percepciones de los trabajadores habían crecido 4.2%, el número de trabajadores permanentes que cotizaban en el IMSS había subido en cerca de 300 mil personas, con lo que se ubicaron en 8.82 millones de trabajadores afiliados. La tasa de inflación de 1994 se estimó en 6.9%, el nivel más bajo en los últimos 22 años y fue menor, en 1.1 puntos porcentuales, a la de 1993.

Las finanzas públicas no registrarían un déficit, por lo que el equilibrio fiscal permitió que el saldo de la deuda pública consolidada con el Banco de México se ubicara en 22% del producto.

En lo que toca al ritmo de las exportaciones, en promedio observaron un dinamismo del 25%, y tan solo las exportaciones a los Estados Unidos, destacó el documento, eran de más del doble del nivel que se daba antes de la entrada en vigor del TLC.

Al ritmo anual de las exportaciones le acompañó el de las importaciones, que según los CGPE eran del 19.9%, pero se encontraban aún por debajo de la tasa de las importaciones petroleras.

Las 14 cuartillas de los CGPE, parecieron en general una carta de buenas intenciones y promesas. Las perspectivas, eran muy positivas. Los CGPE aseguraban que la economía crecería 4%. La inflación bajaría a 4%, y el sector público mantendría en equilibrio las finanzas públicas.

En particular, la política tributaria propuesta era más laxa. Propuso impulsar un crédito fiscal a los trabajadores, se amplió la tasa de depreciación de los activos intangibles del 10 al 15%, se propuso reducir en 10% la tasa de impuesto para el activo, entre otras. Con ello el gobierno esperaba recaudar ingresos presupuestales equivalentes al 24.9% del PIB.

El gasto sería equivalente al 24.9% del PIB, con la intención de fortalecer el gasto social. Dado que las finanzas públicas se mantendrían en equilibrio, ello –según el gobierno federal- implicaba que la relación de la deuda del sector público con respecto al PIB seguiría su trayectoria descendente. En consecuencia, se propuso tan sólo un endeudamiento externo neto por 5 mil millones de dólares, y complementado con una política de deuda interna.

En ninguna parte se habló de la estrategia para hacer frente a las amortizaciones de los Tesobonos. De hecho en la parte dedicada al sector financiero, sólo se mencionó que la autonomía del Banco de México fortalecería con su lucha contra la inflación el ritmo de crecimiento. Ello manteniendo la Banda de Flotación del peso y promoviendo una mayor desregulación y supervisión del sistema financiero. Con ello el gobierno esperaba que los recursos siguieran fluyendo, y con ello mantener el crecimiento de la economía.

“El aumento en la disponibilidad de crédito se sustentará en el sano crecimiento de la economía, en la disciplina fiscal, en el Sistema de Ahorro para el Retiro, en el aliento de la cultura del ahorro popular, y en

presentados al Congreso de la Unión no detallaban la estrategia del gobierno para hacer frente a los pasivos de Tesobonos y al déficit de la cuenta corriente.

Una semana después, Serra anunciaba una ampliación de la banda cambiaria. No sin antes revelar al interior del Pacto Económico, las verdaderas intenciones del gobierno: devaluar.

El ataque especulativo no se hizo esperar y orilló a la adopción del régimen de flotación.

Sin embargo, para el Banco de México, la crisis en diciembre se desencadenó sobre todo por el rumor de que la hostilidad en Chiapas se iba a reanudar, lo que se sumó a una nueva ola de volatilidad en los mercados financieros internacionales, y a la percepción de que el déficit de cuenta corriente no se iba a poder financiar.

“En diciembre, la reanudada hostilidad del EZLN desencadenó mayor nerviosismo con el anuncio del reinicio de las hostilidades el 19 de diciembre. Ello aunado a la renovada volatilidad de los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala, en contra de la moneda nacional. Este llevó a las reservas a 10,457 millones de dólares en esa jornada. En consecuencia, el mismo 19 de diciembre por la tarde se acordó abandonar el régimen cambiario entonces vigente, comunicándose esa decisión al seno del Pacto Económico con el objetivo de pasar a un régimen de flotación”<sup>60</sup>.

En ese foro –refiere el banco central- se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que antes de ir a un régimen de flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios decidió aceptar esta fórmula, y cómo es del dominio público, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre de 1994.”<sup>61</sup>

---

general, en la congruencia del programa económico y la perseverancia en su aplicación. Así la generación de Ahorro Interno se verá complementada con los flujos de ahorro externo atraídos a nuestro país por las condiciones favorables de su economía”.

El papel del sector externo en este objetivo sería esencial. Las exportaciones crecerían gracias al incremento de la competitividad, y que con ello se mantuviera el déficit comercial y la cuenta corriente en niveles similares a los de 1994. Asimismo, el gobierno esperaba que gracias al mayor flujo de inversión y a que las empresas podrían obtener financiamiento del exterior, la cuenta de capital registrara una superávit, para financiar el déficit de la cuenta corriente.

Así, los CGPE prometían un trato más justo en la relación económica del gobierno con la ciudadanía, un trato más justo en la relación de la economía nacional con la economía internacional, trato más justo para los trabajadores, y un trato más justo para la población de menores ingresos. Todo lo contrario pasó en 1995.

<sup>60</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 pág. 60

<sup>61</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 61.

La poca pericia de las autoridades financieras quedó demostrada también debido a que ante el evento devaluación, no presentaron el programa económico de ajuste de manera inmediata, lo que alimentó el círculo de desconfianza e incertidumbre sobre el futuro económico del país, pese al cambio de secretario de Hacienda.

Tal parecía que la secretaría de Hacienda, encabezada por Jaime Serra, ignoraba la enorme carga de pasivos que se concentraban en 1995, abultada por los Tesobonos, o así lo quisieron hacer parecer. El mismo Serra en privado aseguraba tiempo después que no supieron del problema de los Tesobonos hasta cuando ya era inminente la crisis. El total de los pasivos que se vencían en 1995 alcanzaba los 65 mil millones de dólares que era la acumulación de requerimientos más importantes de la historia y las autoridades lo ignoraron.

Esto es difícil de imaginar, aun cuando la falta de comunicación entre el equipo de Aspe y el de Serra fue evidente. Una muestra fue que ante la turbulencia que en diciembre comenzaban a presentar los mercados financieros, Guillermo Ortiz, subsecretario de Hacienda con Aspe, y recién nombrado entonces secretario de Comunicaciones y Transportes, había manifestado su interés de poder asistir a las reuniones del gabinete económico, pero fue ignorado.

Sin embargo, aunque la administración de Serra ignorara el monto de amortización de los pasivos para 1995, incluso sus condiciones, Miguel Mancera, gobernador del Banco de México, no.

#### **4.3. Medidas del Banco Central: el desempeño de las políticas monetaria y cambiaria en 1994**

El papel del Banco de México a lo largo de 1994 no se puede entender sin dos aspectos fundamentales. Primero, que a partir de marzo de ese año se le otorgó al banco central autonomía monetaria; Segundo, que las medidas de política monetaria dependen en mucho del régimen cambiario en vigor.

De acuerdo con el Banco de México, en 1994 la política monetaria se concentró en el objetivo de abatir la inflación. Por lo que se indujo un comportamiento de la base monetaria congruente con lo que informó al Congreso de la Unión, a principios del año.

Sin embargo, la inducción congruente del comportamiento de la base monetaria tenía algunas limitaciones. En su Informe Anual el banco central acotó que la política monetaria adoptada fue aplicada en vista del régimen cambiario vigente. Dicha política monetaria actuó con oportunidad para amortiguar los efectos de la especulación y así restablecer el equilibrio en el mercado de divisas, acciones que lograron su propósito durante la mayor parte del año. El mercado volvía al equilibrio, cuando se ajustaban las tasas de interés al alza, y se detenía la especulación contra el peso.

Desde 1987, el organismo puso énfasis en abatir la inflación no como fin en sí mismo sino como condición indispensable para alcanzar “justicia social y el crecimiento económico acelerado y sostenible”. Como se recordará, México en ese entonces observaba hiperinflación y las variables económicas se ajustaban para absorber el impacto de la caída de los precios petroleros.

Con el éxito que había logrado el Banco de México en abatir la inflación hasta los niveles de un dígito, en marzo de 1994, se llevó a cabo una modificación a la Constitución en el artículo 28, otorgándole autonomía al Banco de México en el ámbito de la política monetaria, para que pudiera cumplir con su función principal: procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

El Congreso de la Unión aprobó la Ley de Autonomía del Banco de México para que contara con la facultad de manejar automáticamente su propio crédito --ya no tenía la obligación de financiar al gobierno-- responsabilidad que se entiende como la capacidad para determinar la política monetaria.

Pese a ello, el banco central aclaró en su Informe Anual de 1994 que no obstante, contar con esta facultad, existe una amplia gama de factores que afectan la inflación, por lo que es necesario analizar el entorno en que se aplica la política monetaria. En virtud, de que la efectividad y el alcance de la política monetaria no es independiente del régimen cambiario en vigor.

“Es indudable que la efectividad y el alcance de la política monetaria no son independientes del régimen cambiario en vigor. De hecho, en un esquema en que las autoridades asumen el compromiso de evitar que las fluctuaciones del tipo de cambio salgan de un rango específico, la política monetaria queda fuertemente condicionada a lo que suceda en el mercado cambiario”<sup>62</sup>

Al respecto, el especialista Jonathan Heath consideró que: “Dado que en la economía los instrumentos dependen de los objetivos. Hay una regla en particular en la política monetaria que establece que el número de instrumentos debe ser igual al número de objetivos, de lo contrario no se logran”.<sup>63</sup>

Explicó que para el caso del Banco de México era claro que el objetivo principal de la política monetaria es la estabilidad de los precios, mismo que se reiteró cuando en 1994 le dieron al banco central autonomía en política monetaria. Con ello le dieron el instrumento y un solo objetivo, el control de la inflación. “Un solo objetivo central, con una política central”.

Sin embargo --señaló-- la política monetaria que se vaya a usar, tiene una correlación muy estrecha con la política cambiaria. Anteriormente la política

---

<sup>62</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 50

<sup>63</sup> Al hablar sobre la efectividad de los instrumentos de la política monetaria en entrevista concedida a Mónica Pérez en 1996.

cambiaría consistía en mantener un tipo de cambio fijo o semifijo, pero que en sí mismo ya era un objetivo, lo que restaba mucha libertad a la política monetaria, porque se tenía que realizar en función del tipo de cambio estable.

En razón de este objetivo cuando se observaba un exceso de divisas en el mercado, el Banco de México estaba obligado a comprarlo y si era lo contrario el banco central estaba obligado a otorgarlos; justamente para mantener el tipo de cambio estable. Esa compra y oferta de reservas, limitaba mucho el poder para determinar la oferta monetaria.

Así, la oferta monetaria en México se determinaba más bien en función de los movimientos de capital y en función de mantener un tipo de cambio estable.

"En otras palabras no se podía tener control total sobre los agregados monetarios, porque el objetivo era tener un tipo de cambio estable. Ello implicaba que al tipo de cambio se le utilizara como ancla para bajar la inflación, dado que ya no se tiene control sobre los agregados monetarios."<sup>64</sup>

Lo anterior, implica un problema, en virtud, de que al desear mantener un tipo de cambio estable, éste ya no se puede utilizar para equilibrar la cuenta corriente, porque se está utilizando como ancla en contra de la inflación. Las consecuencias, se vieron a fines de 1994.

La misma literatura y teoría económica, explicó Jonathan Heath, recomienda utilizar al tipo de cambio como ancla en casos con inflaciones muy elevadas, porque ayuda a romper con su inercia de manera efectiva, pero ya no se recomienda con inflaciones moderadas o pequeñas.

En México, dijo, al principio esta política fue muy efectiva, pero siempre se le debió haber considerado como una política temporal, el problema fue que se sobreextendió su uso. De la misma manera, el Pacto Económico que al principio ayudó de manera evidente a estabilizar la economía y a bajar la inflación, al final terminó siendo una camisa de fuerza. No le daba la flexibilidad necesaria a la política cambiaria, porque limitaba al banco central a modificar la política respecto de moneda sólo dentro del marco del acuerdo que sólo se revisaba unas cuantas veces al año.

El propio Banco de México, observó que cuando el país contaba con un régimen de bandas, la política monetaria quedó fuertemente condicionada a lo que sucedía en el mercado cambiario, advirtiendo que durante 1994 el tipo de cambio del peso respecto de otras divisas estuvo influido por una gran variedad de perturbaciones internas y externas, que necesariamente afectaron la conducción de la política monetaria.

---

<sup>64</sup> Jonathan Heath, entrevista concedida a Mónica Pérez en 1996

Esa fue la razón del porque el Banco de México para evaluar el desempeño de su política monetaria en 1994, presentó para justificar un análisis previo de lo que pasó en el mercado cambiario en el citado periodo.

### El mercado cambiario

De acuerdo con el Informe Anual del Banco de México, el 10 de noviembre de 1991 se adoptó el régimen cambiario vigente hasta fines de 1994. En este el tipo de cambio flotaba en una banda que se ensanchaba a diario. En ese entonces -10 de noviembre de 1991- el piso de la banda se fijó en 3.0512 pesos por dólar, nivel ante el cual el Banco de México estaba dispuesto a comprar divisas. En el caso del techo, se estableció un "desliz" de 0.0002 nuevos pesos por dólar. Para el 20 de octubre de 1992 el desliz se incrementó a 0.0004 pesos por dólar.

Uno de los argumentos que el banco central presentó para sostener que el tipo de cambio no había sufrido una sobrevaluación es que entre el primero de enero y el 19 de diciembre de 1994, el tipo de cambio interbancario se había devaluado 12.6 por ciento dentro de la banda, lo cual demuestra la gran amplitud que ésta había alcanzado ya.

El régimen de bandas se sostuvo hasta el 19 de diciembre. El 20 del mismo mes se incrementó el techo de la banda 15.3% conservando el ritmo del desliz entonces vigente. La fórmula no resultó sostenible, por lo que el esquema de banda se abandonó, dando paso a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre. En consecuencia, y considerando todo el año de 1994, el peso se depreció 71% con respecto del dólar.

### El objetivo de la banda cambiaria <sup>65</sup>

En una explicación donde se reconoce la necesidad de que el tipo de cambio se fuera ajustando a las condiciones reales que prevalecían a principios de los Noventa, el Banco de México en su informe explicó que el objetivo de "la banda de amplitud creciente" era dar gradualmente mayor flexibilidad al tipo de cambio para que este se fuera ajustando a las condiciones subyacentes de la economía.

Dicha flexibilidad tuvo efectos positivos, ya que según el Banco de México sólo se intervenía en el mercado cuando el tipo de cambio llegaba a tocar cualquiera de los límites de la banda. En el límite inferior compraba y en el superior vendía. Además, al contrario de lo que sucedía previamente a la implantación de este esquema, el Banco de México ya no tenía que hacer intervenciones frecuentes en el mercado cambiario, y entonces resultaba menos difícil el control de la base monetaria, dado que la base se expande cuando el banco central compra divisas y se contrae cuando las vende.

---

<sup>65</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 53 y 54

Para 1994, la flexibilidad creciente que el tipo de cambio había ganado con el transcurso del tiempo, hacía posible que éste coadyuvara más eficazmente al equilibrio de la balanza de pagos y que por tanto sólo fuera necesario utilizar o incrementar la reserva internacional cuando se alcanzara el techo o piso de la banda.

Asimismo, si era el caso de que se llegase a presentar alguna presión devaluatoria, no se hacía necesario utilizar la reserva de inmediato, ya que el uso de la reserva se hacía cuando el tipo de cambio alcanzaba el techo de la banda, con lo que se conservaba la reserva para evitar movimientos pronunciados del tipo de cambio.

La flexibilidad del tipo de cambio –tal como lo explica el banco central- está acotada por los límites de la banda. El Límite Superior evitaba elevaciones erráticas del tipo de cambio que hubiesen ocasionado trastornos innecesarios, sobre todo por su impacto sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. El Límite Inferior servía para impedir que el peso se revaluara en demasía, lo cual podría perjudicar la competitividad internacional de la economía.

A consideración del Banco de México, el régimen cambiario era congruente con una estrategia de mediano plazo que tendiera a alcanzar bajos niveles de inflación y un crecimiento económico RÁPIDO y SOSTENIBLE, así como una reducción gradual del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

De hecho afirmó que incluso tomando en cuenta las tendencias mostradas por la economía hasta casi finales de 1994, la estrategia adoptada era viable porque:

- 1.- La inflación había descendido a un dígito y continuaba abatiéndose hacia niveles de Estados Unidos y Canadá.
- 2.- Se daba un rápido crecimiento de la productividad y un vigoroso aumento de las exportaciones como resultado del cambio estructural tanto en el sector público como en el privado.
- 3.- Era razonable esperar que el proceso de inversión (interna y externa) ocurrida en los últimos años se comenzará a reflejar en incrementos permanentes en la producción, el empleo y la competitividad.
- 4.- La puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio y otros acuerdos comerciales implicaban menores aranceles a las exportaciones y mejores oportunidades para integrar a la planta productiva nacional en los mercados mundiales.

Así, el Banco de México esperaba que las exportaciones continuaran acelerándose y que dentro del esquema macro vigente fuera posible transitar de manera paulatina hacia una situación de largo plazo con las características siguientes:

Menor déficit en la cuenta corriente como proporción del PIB y un tipo de cambio real sin tendencia permanente a la apreciación. Lo que era razonable, ya que desde 1990 con la renegociación de la deuda en 1989, el Banco de México con algunas breves interrupciones, estuvo acumulando reservas por cantidades importantes, gracias principalmente a inversión extranjera directa e inversión extranjera de cartera. En consecuencia, durante periodos prolongados el tipo de cambio tendió a mantenerse cerca del piso de la banda y las reservas llegaron el 15 de febrero de 1994 a un máximo de 29,228 millones de dólares.

¿Por qué no aumentó el desliz del tipo de cambio?

En estas condiciones el incremento del desliz - que sus críticos habían solicitado- parecía innecesario y de aprobarse quizá hubiese resultado contraproducente, advirtió el banco central y agregó:

"Dependiendo del comportamiento de otras variables, tal medida podría haber propiciado únicamente un mayor incremento de los precios internos de bienes y servicios. La observación cuidadosa del comportamiento de la conducta de los agentes económicos había comprobado que sus expectativas se veían influidas por la trayectoria anunciada del desliz del techo de la banda"<sup>66</sup>.

En ese sentido, sostuvo, un incremento del desliz probablemente hubiera ocasionado peticiones de incrementos salariales más pronunciados, lo que hubiera traído costos más elevados y mayor inflación, anulando cualquier supuesta ganancia de competitividad internacional que se hubiera intentado lograr por medio de un tipo de cambio más elevado.

"Los proponentes de las devaluaciones -acusó-- no siempre advierten que la eficacia de estas medidas para mejorar la competitividad de un país está condicionada a que los sueldos y salarios no suban, o, en todo caso, a que asciendan en menor proporción que el tipo de cambio. De no satisfacerse esta condición las devaluaciones no tienen más consecuencia que provocar mayor inflación y el agravamiento de los males que produce."<sup>67</sup>

El comportamiento del mercado cambiario en 1994

Con base en el Informe Anual del Banco de México en 1994, se establece que el mercado cambiario estuvo sujeto a presiones de tiempo en tiempo. En febrero las tasas de interés en Estados Unidos aumentaron lo que aunado a otros factores provocó una rápida depreciación de la moneda nacional dentro de la banda de flotación.

Estas presiones se generaron por las siguientes razones:

---

<sup>66</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 55

<sup>67</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 55

- a) los mayores intereses externos provocaron que en el margen, algunos inversionistas se desistieran de continuar canalizando recursos a México;
- b) entre 1990-94 los extranjeros invirtieron recursos principalmente por medio de la adquisición de acciones de sociedades de inversión abiertas. Quienes tomaron riesgos en países emergentes gracias a las expectativas de mayores ganancias lo que pasó efectivamente entre 1990 y 1993.<sup>68</sup>
- c) En los últimos años, la tasa de rendimiento de los bonos a la par, se había convertido en la "tasa piso" de las emisiones de bonos en moneda extranjera con riesgo México. Al aumentar significativamente en febrero el rendimiento de los bonos por el incremento de las tasas de interés externas. El costo del financiamiento exterior de empresas y bancos mexicanos mediante la emisión de valores se elevó substancialmente.

Ello se sumó - aseguró el Banco de México- a que en febrero y periodos posteriores los acontecimientos de orden político y delictivo afectaron *fuerte y negativamente* a los mercados. Secuestro de empresarios y el giro que tomaron las negociaciones en Chiapas, ocasionaron que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que las tasas de interés sufrieran presiones alcistas, adicionales a las procedentes del exterior.

Sin embargo, los ajustes en el tipo de cambio y en las tasas de interés, que se dieron en febrero y periodos posteriores resultado de la política monetaria del Banco de México, permitieron equilibrar el mercado de divisas (salvo cuatro días en que la venta de divisas se hizo necesaria) hasta que ocurrió el asesinato del candidato del PRI a la presidencia, Luis Donald Colosio, el 23 de marzo, *"el propio hecho y las inquietudes que surgieron en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad."*<sup>69</sup>

La reserva del Banco de México que el 23 de marzo era de 28,321 millones de dólares cayó casi 11,000 millones de dólares en los 30 posteriores al homicidio. Las tasas de interés entre la penúltima semana de marzo y la última de abril, en particular, la Tasa de Interés Interbancaria Promedio, TIIP, pasó de 10.93 a

---

<sup>68</sup> Una de las variantes más usadas para invertir en valores mexicanos fue la adquisición de bonos brady a la par, cuyo precio dependía de la tasa de los bonos de muy largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos. Cuando la tasa de interés de Estados Unidos creció rápidamente a partir de febrero de 1994, el precio de los bonos a la par se desplomó en cerca de 15%, tan sólo en el curso de un mes. Lo que ocasionó que también cayeran súbitamente los precios de las acciones de las sociedades de inversión abiertas, especializadas en títulos mexicanos, lo cual generó intranquilidad entre los accionistas, algunos de los cuales exigieron la liquidación de sus inversiones.

Para dar salida, las sociedades empezaron a vender sus activos más líquidos, los cuales eran Cetes a diferentes plazos. Estas ventas --narró el Banco de México-- y las correspondientes adquisiciones de moneda extranjera, presionaron el tipo de cambio y luego a las tasas de interés nacionales. Las reacciones negativas se retroalimentaron, pues la depreciación de la moneda nacional y el incremento de las tasas de interés en México, tuvieron un nuevo impacto depresivo sobre los precios de las acciones de las citadas sociedades de inversión.

<sup>69</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 58

21.125%, esta elevación ayudó a que en el último tercio del mes de abril *la situación se volviera a estabilizar.*

Entre los finales de abril y hasta el 11 de noviembre de 1994 cuando las reservas llegaron a 16,221 millones de dólares, no hubo merma de éstas, sólo cuando renunció el secretario de gobernación, Jorge Carpizo, el 25 de junio de ese año. Del 24 de junio al 12 de julio, el banco tuvo que intervenir diariamente en el mercado, lo que sumó 2,502 millones de dólares. Para reconstruir las reservas se hizo uso de las ventas de divisas del gobierno federal al banco central provenientes de las privatizaciones.

Ante el dinamismo de las reservas, el instituto emisor argumentó que la estabilidad mostrada por el saldo de las reservas (fuera de las caídas) eran indicios de las siguientes aseveraciones:

- que a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril y a mediados de noviembre, la balanza de pagos se equilibraba, no obstante la inquietud subyacente.
- Que en esas condiciones no resultaba procedente efectuar una devaluación, por el contrario, la experiencia sugería que hacerla traería considerables presiones inflacionarias.

Ya en noviembre, las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu al despertar graves preocupaciones sobre la estabilidad del sistema político mexicano, causaron una pérdida de reservas de cerca de 3,500 millones de dólares.

De hecho, el mismo gobernador del Banco de México, Miguel Mancera consideró tiempo después que México pudo haber sorteado la crisis de no haber pasado lo de Ruiz Massieu y de no haberse agudizado lo de Chiapas. "Con ese asesinato todo se empezó a descomponer", dijo en una ocasión a sus subalternos.

Todo lo anterior, se combinó con factores adversos internacionales. El 15 de noviembre, el sistema de la reserva federal de los Estados Unidos decidió aumentar en 75 puntos base, la tasa de fondos federales. La acción más restrictiva de política monetaria en los Estados Unidos desde 1990. Y por si no fuera poco, se esperaba que la reserva federal decidiera incrementar nuevamente la tasa de fondos federales, en la reunión de su comité de operaciones de mercado abierto el 20 de diciembre de 1994. Esto presionó de nuevo a las tasas de interés de México.

El aumento de estas últimas, provocó pérdidas adicionales a inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, lo que incluso provocó fugas de capital. Entre las tasas en México, la que más aumentó fue la tasa de interés pasiva de captación al mayoreo y la que se determina en la "sesión matutina" del mercado de dinero.

De igual manera, el Banco de México refirió como ya se mencionó, que la reanudada hostilidad del EZLN a principios de diciembre desencadenó mayor nerviosismo, agudizándose con el anuncio del reinicio de las hostilidades el 19 de diciembre.

Ello aunado a la renovada volatilidad de los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala, en contra de la moneda nacional, llevando a las reservas a 10,457 millones de dólares en esa jornada.

En consecuencia, el mismo 19 de diciembre por la tarde se acordó abandonar el régimen cambiario entonces vigente, comunicándose esa decisión al seno del "Pacto Económico" con el objetivo de pasar a un régimen de flotación. En ese foro –refiere el banco central- se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que antes de ir a un régimen de flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios decidió aceptar esta fórmula, y cómo es del dominio público, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre de 1994.

En lo que toca al comportamiento de las reservas, el Banco de México argumentó que hasta mediados de noviembre de 1994, las reservas se mantuvieron en niveles elevados tanto en términos históricos como en comparación con la base monetaria.

"Es decir, en tanto no se producían acontecimientos políticos desestabilizadores, la balanza de pagos permanecía virtualmente en equilibrio. La inusitada e imprevisible recurrencia de las citadas perturbaciones determinó que las medidas adoptadas resultarían insuficientes para sostener el régimen cambiario de bandas. De no haber ocurrido una y otra vez, los acontecimientos referidos, que continuaban minando la confianza, posiblemente el esquema cambiario podría haberse sostenido, o en su caso, modificado para darle mayor flexibilidad sin que ello tuviera repercusiones traumáticas."<sup>70</sup>

#### **4.3.1. La insostenibilidad del tipo de cambio, según el Banco de México y Zedillo**

La explicación de la insostenibilidad del régimen de tipo de cambio de bandas se debió también al deterioro de los mercados financieros:

"Este deterioro que se observó en varias ocasiones en 1994, se explica porque en años previos a 1994, algunos factores debilitaron la sostenibilidad del régimen cambiario, aún contando con un monto razonable de reservas internacionales y con fundamentos económicos sólidos. Ello no impidió ataques especulativos

<sup>70</sup> Página 61 del Informe Anual del Banco de México de 1994

masivos que se pueden generar por causas exógenas, bajo determinadas condiciones de entre los que destacan:

- 1) El substancial incremento que tuvo a partir de 1990 la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de inversiones de países industrializados, a instrumentos líquidos de los países emergentes (valores gubernamentales y certificados de depósitos bancarios de corto plazo). Lo que permite que un ataque especulativo en contra de la moneda nacional se pueda desarrollar más rápidamente que antes.
- 2) La facilidad de “potenciar” posiciones en distintas monedas mediante operaciones con derivados y oportunidades de endeudamiento ofrecidas por intermediarios financieros del exterior.
- 3) Los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información que han aumentado substancialmente el grado de movilidad internacional de los capitales”<sup>71</sup>.

En consecuencia, para evitar posteriores crisis, como la de diciembre de 1994, el Banco de México recomendó propiciar la permanencia del ahorro externo en México, a la vez que reducir la dependencia del país de dicho ahorro, a lo que se abocó el programa de ajuste que se implantó en 1995.

En diciembre, cuando inició el gobierno de Zedillo, la intención de su gabinete económico era la de darle mayor flexibilidad al régimen de bandas sin que se presentaran repercusiones traumáticas, como lo había sostenido el Banco de México. Sin embargo, tal cual lo reconoció Zedillo a finales de 1994, el problema de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue gravemente menospreciado.

Como ejemplo de ello se encuentra la declaración del 13 de diciembre de 1994 que realizó Jaime Serra, secretario de Hacienda, en torno al enorme déficit en cuenta corriente que ya preocupaba a algunos sectores: “El déficit de la cuenta corriente, se explica tanto por la inversión como por el ahorro del exterior, que en su mayor parte es de bienes de capital e intermedios. De ahí que ello no signifique que la economía tenga problemas. Al contrario, cuando la importación de inversiones y ahorro de dichos bienes intermedios y de capital se realizan es para fortalecer al país estructuralmente. Y en la medida en que el país va desarrollándose tiende a lograr el equilibrio en su cuenta corriente, pues las exportaciones crecen.”<sup>72</sup>

Pese al argumento, 15 días después Zedillo tuvo que reconocer, tras la renuncia de Jaime Serra, el 29 de diciembre lo siguiente:

“Mi gobierno se propuso reducir paulatinamente --explicó-- esta vulnerabilidad. La estrategia era entonces, ir ajustando de manera gradual el déficit en la cuenta

---

<sup>71</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 62

<sup>72</sup> El Financiero, 13 de diciembre.

corriente y restituyendo la confianza para dar mayor permanencia a los flujos del capital exterior. Pero la estrategia no pudo sostenerse lamentablemente, en virtud, del tamaño del desequilibrio acumulado y de los acontecimientos políticos que precipitaron la salida de los capitales; el margen de acción para desactivar lenta y progresivamente el problema se agotó. Ahora puede apreciarse con claridad que el déficit de la cuenta corriente llegó a ser tan grande durante los últimos años, que dadas las circunstancias internas y externas, era insostenible. Es preciso reconocer que hubo una subestimación del problema y esa subestimación fue sumamente grave.<sup>73</sup>

#### La caída de las reservas

Para observar la magnitud de la salida de reservas internacionales vale la pena hacer las siguientes consideraciones: entre marzo y diciembre, salieron del país 20 mil millones de dólares, con lo que se redujo el nivel de las reservas a los niveles que se tenían a finales de 1988, ya que la última cifra dada a conocer fue de 6,500 millones de dólares. Ello tras haber alcanzado su máximo histórico al terminar el primer trimestre del 1994.

Lo anterior, implicaba una disminución de casi 20, 000 millones de dólares respecto al nivel existente en marzo, en que alcanzaron 26,135 mdd.

Esta fue la caída más fuerte que se había registrado en la historia del país, superando incluso la salida de divisas que se dio en 1982 y que dio origen a la crisis de la deuda externa.

Tan sólo en el mes y medio transcurrido entre el último informe de gobierno de Carlos Salinas y el 21 de diciembre las reservas internacionales del Banco de México disminuyeron en más de 10,000 millones de dólares.

En marzo de 1994, las reservas internacionales alcanzaban a cubrir el equivalente a 4.1 meses de importaciones. El nuevo nivel existente en diciembre escasamente servía para financiar un mes de compras en el exterior. En relación con el déficit comercial, en marzo las reservas internacionales podían financiar el equivalente a 11 meses del déficit de la cuenta corriente, mientras que en diciembre este indicador se redujo a 2.7 meses.

La evolución de las reservas se caracterizó por un aumento continuo entre 1988 y el primer trimestre de 1994, seguido de una caída vertical en los últimos nueve meses de ese año. En diciembre de 1988, las reservas internacionales sumaban 6,588 millones de dólares. Las entradas de capital continuas permitieron que las reservas llegaran hasta 26 mil millones de dólares, en marzo de 1994, el nivel más alto registrado en la historia del país, como ya se mencionó.

---

<sup>73</sup> Discurso del Presidente Ernesto Zedillo, el 30 de diciembre de 1994

Tan solo en el segundo trimestre del año, los acontecimientos políticos, como la rebelión en Chiapas, el asesinato de Colosio y la intranquilidad relacionada con el proceso electoral ocasionaron una salida neta de capitales por 9,448 millones de dólares. Después de las elecciones, las reservas mostraron señales de estabilización y en el último informe de gobierno de Salinas, el 1 de noviembre, se anunció que ascendían a 17,242 millones de dólares gracias a los recursos de las privatizaciones.

Sin embargo, en las últimas siete semanas de 1994, continuó la salida de capitales, lo que llevó a las reservas a 6,500 millones de dólares el 21 de diciembre, el nivel que tenían seis años antes y que resultó insuficiente ante el embate especulativo, provocado por el "error de diciembre", obligándose a la adopción del régimen de flotación.

#### **4.3.2. La política monetaria del Banco de México en 1994**

De acuerdo con el Banco de México, en 1994 la política monetaria se orientó a evitar una expansión excesiva de la base monetaria, para evitar presiones cambiarias e inflacionarias adicionales.

Dado que el mercado de cambios en 1994 estuvo sujeto a perturbaciones que redundaron en pérdidas de las reservas internacionales; el banco central explicó que para evitar los trastornos resultantes de las variaciones en la liquidez producidas por su intervención en el mercado de cambios, este instituto emisor, usualmente esterilizó o repuso la inyección o sustracción de liquidez consecuencia de la intervención.

En la práctica común, el Banco de México ha ajustado diariamente el monto de la base monetaria a la demanda esperada de ésta, sujeto a que la variación resultante de la misma no afecte las metas de inflacionarias. Si por alguna razón el objetivo de reducir la inflación se pone en entredicho, el Banco de México sigue atendiendo la demanda diaria de la base, pero a tasas de interés superiores a las tasas de mercado.<sup>74</sup>

En los periodos de 1994 en que el Banco de México se vio obligado a efectuar ventas de reservas internacionales para defender el techo de la banda, explicó que la liquidez perdida fue repuesta en el mercado de dinero, para lo cual se amplió el crédito interno neto.

Sin embargo, sostuvo que en ese entonces, la ampliación del crédito interno neto se limitó a atender la demanda de billetes y monedas y a reponer las pérdidas de base monetaria causadas por las disminuciones de reservas asociadas a los acontecimientos políticos y delictivos.

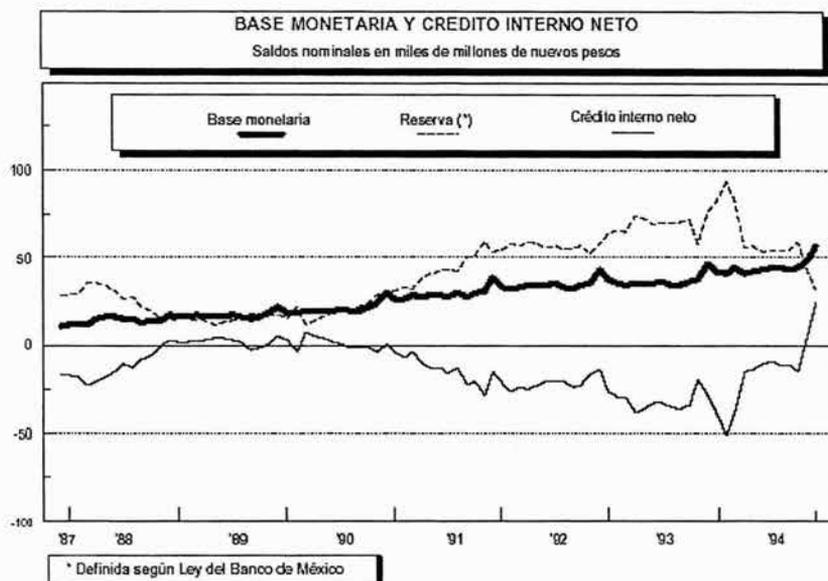
---

<sup>74</sup> Esta práctica fue objeto de modificación en 1995 al haberse impuesto un límite a la expansión del crédito interno neto del Banco de México. Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 63

## Crédito Interno Neto (CIN) del banco central en 1994

Para sostener su argumento, el banco acota que el CIN bajó de manera considerable entre marzo de 1990 y marzo de 1994. Consecuencia de la política de esterilización adoptada por el Banco de México para mitigar el efecto inflacionario de los flujos de capital hacia el país que se recibieron en ese lapso.

También a lo largo de casi todo el periodo y hasta mediados de noviembre de 1994, las reservas internacionales cubrieron con exceso la base monetaria<sup>75</sup>.



"El aumento del crédito interno en 1994 fue consecuencia de una baja en las reservas y no a que éstas cayeron porque el crédito interno se expandió."<sup>76</sup> Lo anterior, en razón de que una expansión continua y excesiva del CIN, hubiera empujado al tipo de cambio al techo de la banda, dando lugar a una caída continua de las reservas, más no a las bajas discontinuas de reservas que se observaron durante 1994 y que coincidieron con los sucesos políticos y delictivos mencionados.

El banco central refiere que cuando ocurrieron esos fenómenos los inversionistas nacionales y extranjeros efectuaron retiros de depósitos en la banca y liquidaron posiciones de valores, convirtiendo los recursos en moneda extranjera. Por su parte, los bancos adquirirían dólares del banco central para satisfacer la demanda

<sup>75</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 64 gráfica No. 20.

<sup>76</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 64.

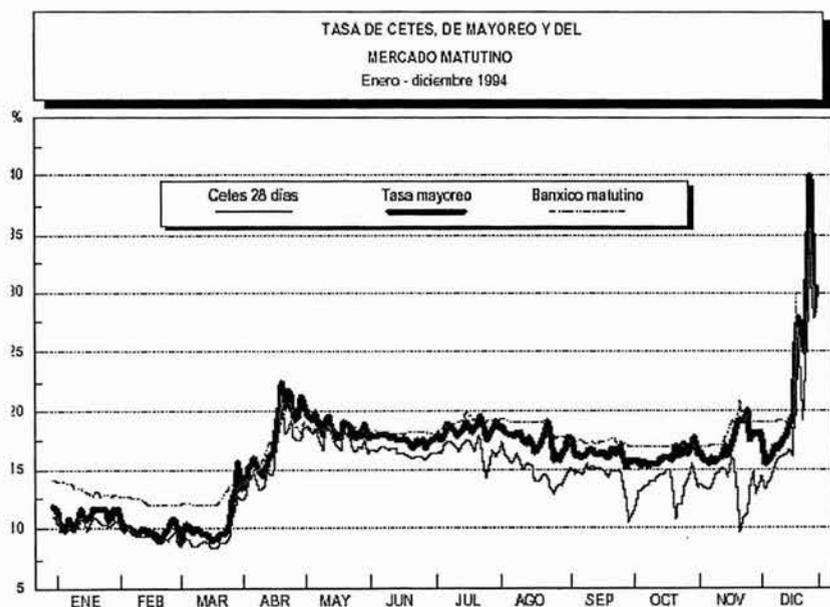
de esa divisa, lo que daba lugar a sobregiros en las cuentas corrientes en moneda nacional que tienen en el Banco de México.

Dichos sobregiros provocaban una contracción monetaria de la liquidez, por lo que el banco tenía que aportar la liquidez a la banca para que esta cubriera su sobregiro. De otra manera se hubiese tenido que realizar una reducción súbita de la cartera de crédito de la banca, cosa imposible de lograr de manera inmediata, subrayó.

En consecuencia, el banco central asegura que la aportación de la liquidez nunca representó una inyección monetaria neta, pues simplemente sustituía aquella que se retiraba a consecuencia de la baja en las reservas internacionales.

De ahí que la casualidad y la secuencia de los acontecimientos sea clara –por lo menos para el banco central– de que el abatimiento de las reservas fue lo que produjo el incremento en el crédito interno neto, sin crear un exceso de base monetaria.

El banco central refiere que cuando bajaron las reservas en 1994, se “hicieron más onerosas” las condiciones de otorgamiento del crédito interno neto con el fin de contener las presiones sobre el mercado cambiario. Por lo que el incremento de las tasas de interés tiende a provocar la contracción del crédito bancario. Eventualmente, con ello se genera una mayor oferta o una menor demanda de moneda extranjera y el mercado cambiario tiende a estabilizarse.



La gráfica correspondiente a 1994, muestra la evolución de algunas tasas de interés representativas del mercado de dinero: La Tasa de Cetes a 28 días, la Tasa Pasiva de Captación al Mayoreo, y la que se determina en la subasta de fondos del Banco de México en “la Sesión Matutina” del mercado interbancario.

En ella se observa la presencia de “picos” en las tasas de mayoreo y del llamado mercado matutino, tanto en marzo, abril, julio y a partir de mediados de noviembre, “lo que fue reflejo de la política monetaria particularmente restrictiva que el banco central aplicó en las etapas de pérdidas de activos internacionales.”<sup>77</sup>

- Los cuestionamientos a la política monetaria y el por qué de los Tesobonos

Algunos analistas, en ese entonces cuestionaron que la política monetaria del banco central de agosto a finales de noviembre de 1994, hubiera sido restrictiva, argumentando que en ese periodo, en contra de lo que se hubiese esperado, las tasas de los Cetes mostraron caídas significativas. Al respecto, el Banco de México señaló, que éstos no tomaron en cuenta *ciertos atributos* de los Cetes<sup>78</sup> que provocan que en determinados tiempos sus rendimientos sean inferiores a los de otros instrumentos, lo que se advierte en la gráfica siguiente. En ella se aprecia que los diferenciales entre la tasa de los Cetes y otras tasas se fueron ampliando en el transcurso de 1994. En consecuencia y dados los atributos de los Cetes, la postura de política monetaria, se observa de mejor manera con la tasa que resulta de la Sesión Matutina.

---

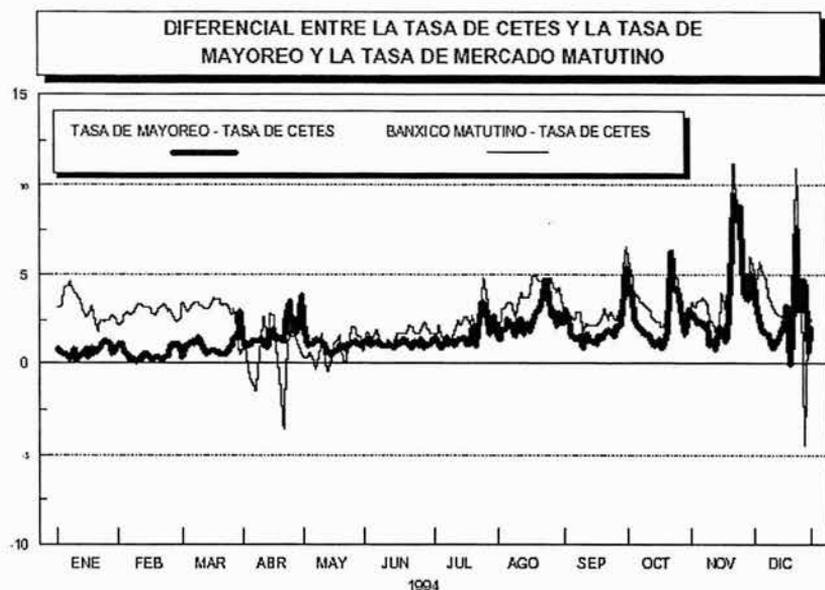
<sup>77</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 66

<sup>78</sup> Los atributos de los Cetes de acuerdo con el Banco de México en 1994 fueron los siguientes:

- a) Su calificación de riesgo crediticio los convirtió en el único valor en moneda nacional en el que podían invertir un buen número de fondos de pensiones en el exterior.
- b) El Banco de México efectuó la mayoría de sus operaciones de mercado abierto tomando Cetes en garantía. Lo que exige a los bancos disponibilidades de dichos valores en caso de que deseen obtener liquidez del banco central. A lo largo de 1994 la oferta de Cetes se fue haciendo cada vez más estrecha.
- c) La regulación vigente exige a algunas sociedades de inversión la tenencia de Cetes, factor que estimula la demanda de dichos valores.

“Por todas, esas razones la tasa de Cetes tiende a ser un indicador pobre de la postura de la política monetaria”.

Otras tasas como la que resulta de la subasta de fondos del Banco de México en la “Sesión Matutina” del mercado interbancario de dinero son indicadores más adecuados.” Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 67



Algunos analistas pensaron que si el Banco de México hubiera dado crédito a tasas más elevadas se hubiera podido evitar la crisis de diciembre. Al respecto, el banco central consideró que un aumento adicional de las tasas de interés, en condiciones de presiones intensas en el mercado cambiario podría haber provocado mayor nerviosismo y turbulencia en los mercados.

Además, señaló que habiéndose mantenido los activos internacionales a niveles relativamente altos hasta mediados de noviembre, encarecer aún más el crédito del banco y por consiguiente el del resto de la economía, parecía imponer a la economía un costo elevado e innecesario.

Más aún, sostuvo que las tasas de interés estaban en niveles muy altos.<sup>79</sup> En 1994 empezaron en el orden del 10%, a lo largo del año se ubicaron entre el rango del 15 y 23%, pero entre noviembre y diciembre, llegaron casi hasta el 40%, que fue el caso de la TIIP y en el de los Cetes el nivel ascendió a 31%.

Este aumento estaba causando dificultades considerables a sus deudores e intermediarios financieros. Por eso a fin de evitar mayores problemas, a los deudores y a los intermediarios financieros y a la vez para defender el régimen cambiario en vigor. A partir de abril de 1994 la Secretaría de Hacienda y el Banco de México hicieron posible la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos,

<sup>79</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, páginas 68 y 69.

instrumento cuyo valor en dólares no se veía afectado por las variaciones del tipo de cambio.

Entonces, la emisión de Tesobonos se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario. Pero dada la creciente percepción de mayores riesgos cambiarios, aumentó la demanda de Tesobonos en sustitución de los instrumentos de moneda nacional.

Si el gobierno hubiera negado la satisfacción de la demanda (que se emitían desde 1991) es altamente probable que el público hubiera demandado moneda extranjera con el importe proveniente de la amortización de Cetes y de otros instrumentos en moneda nacional, presionando a las reservas internacionales y al tipo de cambio. Fue lógico –afirmó– recurrir a los instrumentos a su alcance, a fin de coadyuvar a sobrepasar una situación que justificadamente podía considerarse transitoria.

En resumen, concluyó el Banco de México:

“En 1994 la política monetaria estuvo en buena medida condicionada por el comportamiento del mercado cambiario. Este comportamiento exigió una política crediticia astringente que se implantó mediante el establecimiento de términos más onerosos para la atención de la demanda de la base monetaria”.<sup>80</sup>

#### Política Monetaria y Aspectos Legales

Cabe recordar que desde el 1 de abril de 1994 se decretó la autonomía del Banco de México, que determina la evolución de su propio crédito. De acuerdo con el Banco de México, en 1994 se actuó con estricto apego a su mandato constitucional -procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional- aplicando dadas las circunstancias, una política monetaria restrictiva que se acentuó en los periodos de intensa especulación derivado de los fenómenos políticos y delictivos referidos.

Sostuvo estos acontecimientos fueron de tal de magnitud que rebasaron las posibilidades de la política monetaria, razón por la cual las medidas adoptadas no fueron suficientes para impedir la abrupta devaluación del peso.

La autonomía, dijo, será un factor de gran importancia en el restablecimiento de la estabilidad cambiaria y en la consecuencia de bajos niveles de inflación en el medio y largo plazos.

#### 4.3.3 El comportamiento de los Mercados Financieros

En 1994 la demanda de billetes y monedas fue virtualmente igual a la demanda de la base monetaria, porque los bancos no estaban obligados a mantener saldos positivos en su cuenta corriente con el banco central.

<sup>80</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 70.

El ritmo de crecimiento (tasa anual) de los billetes y monedas en circulación experimentó una aceleración a partir de septiembre de 1993, tendiendo a estabilizarse en 1994. Como consecuencia del mayor crecimiento económico a partir del segundo trimestre de 1994; así como de la menor inflación, la cual continuo alentando el largo proceso de remonetización que se venía observando en la economía mexicana desde años atrás.

Sin embargo, la evolución de la actividad económica y de la inflación no explicaba la totalidad del aumento en la demanda de billetes y monedas por parte del público y de las instituciones de crédito, por lo tanto el banco central estableció que otras de las razones que dieron también lugar al crecimiento de la circulación de billetes y monedas en 1994 fueron las siguientes:

1. La sustitución de cheques por billetes y monedas, a causa de las mayores comisiones que cobraron los bancos, entre otros factores<sup>81</sup>.
2. La baja en el uso de las tarjetas de crédito. Después de un auge de las tarjetas de crédito y ante el incremento de la cartera vencida que esto generó, los bancos adoptaron medidas más estrictas. En consecuencia, entre diciembre de 1993 y diciembre de 1994, el número de tarjetas de crédito bajó 4.7% nominal y 1.7% real.

A ello también contribuyeron el aumento de fraudes y asaltos. La reducción fue más significativa durante los primeros trimestres del año, y luego se dio una recuperación de los saldos gracias a la reestructuración de la cartera vencida.

Así, el Banco de México concluye:

“Como el uso de la tarjeta de crédito se contrajo en términos reales, es de suponerse que otros medios de pago como los billetes y monedas, se utilizaron con mayor intensidad”<sup>82</sup>.

---

<sup>81</sup> En 1994 se dio un cuantioso movimiento de fondos, de cuenta de cheques hacia billetes y monedas. Como resultado de esta situación, el acelerado crecimiento de la circulación de billetes y monedas en ese año quedó en parte compensado por la baja del saldo total de las cuentas de cheques.

Entre los factores que explicaron este comportamiento, el Banco de México mencionó los siguientes:

a) En 1994, los bancos aumentaron los cargos por manejo de cuentas de cheques y cheques librados. Incluso en algunos casos, se redujo el número de cheques sin cargo que se podían librar y aumentaron las comisiones por aniversario.

Estas medidas buscaron evitar que continuaran los subsidios cruzados entre los diferentes usuarios de los servicios bancarios. Por ello, la política de los bancos en materia de cuenta de cheques indujo a no pocos clientes a preferir el manejo efectivo.

b) A partir de abril de 1994 –relató el banco central– las tasas de interés pagadas por los bancos sobre los saldos en cuentas de cheques empezaron a ser substancialmente menores a otras pasivas, induciendo con ello a un uso más intenso de billetes y monedas. Lo que se comprueba al observar que el diferencial de rendimientos entre cheques y Cetes se amplió notablemente desde abril, mes a partir del cual el crecimiento de las cuentas de cheques en moneda nacional se desaceleró substancialmente. Este hecho coincidió con la disminución importante en la tasa de crecimiento de M1 y una aceleración considerable en la tasa de crecimiento de los billetes y monedas en circulación. Informe Anual Banco de México 1994, pág. 72.

<sup>82</sup> Informe Anual del Banco de México, pág. 77.

Es así como el instituto emisor aseveró que existieron elementos suficientes para sostener que el incremento más que proporcional al del PIB nominal durante 1994, de los billetes y monedas en circulación, y por lo tanto de la base monetaria, se debió a un aumento en su demanda causada por las razones antes expuestas y no a una política monetaria laxa. En 1994, M1 creció 3.8% lo que se consideró bajo al mismo tiempo que la inflación, continuó cayendo prácticamente todo el año.<sup>83</sup>

#### El desempeño de los agregados en 1994

El agregado monetario amplio (M4) promedió un crecimiento anualizado de 14.2%; el saldo promedio de M4 como proporción del PIB alcanzó en 1994 su nivel histórico más alto, 51.1 por ciento. En 1993 este porcentaje fue de 46.5 por ciento. Al interior, la captación bancaria pasó de 64.3% del saldo total en 1993 a 65.3% en 1994. Se observó una menor participación de los valores del gobierno dentro del total M4 de 20.6% en 1993 a 20.0% en 1994.

Ello por la compra de valores gubernamentales que llevó a cabo el Banco de México para esterilizar el impacto monetario de la pérdida de reservas internacionales.<sup>84</sup>

#### 4.3.4 Financiamiento Interno

En lo que corresponde al financiamiento interno total (canalizado a los sectores público y privado a través del sistema financiero), promedió un crecimiento anual nominal de 19.7% nominal y de 11.8% en términos reales, considerando el crecimiento promedio del año y no el de punta a punta. En 1993 el financiamiento interno total nominal fue de 20.1% y real de 9.4 por ciento.

Las empresas fueron las que mayor financiamiento recibieron respecto de las personas físicas. Estos rubros en conjunto recibieron en 1994 un total de 79.1 miles de millones de pesos, el equivalente al 72.4% del flujo total.

En 1994 se canalizó un total de financiamiento medido por el flujo de efectivo a las personas físicas de 30.1 miles de millones de pesos, monto del cual se destinó el 90% a vivienda, el equivalente a 27.2 millones.

Este año, la cartera vencida por concepto de capital e intereses continuó en aumento. El coeficiente de la cartera vencida respecto del total pasó de 7.2% en diciembre de 1993 a 8.3% en 1994.

En particular, llama la atención que la cartera vencida, en el total de los saldos de crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero, fue la que más

<sup>83</sup> Informe Anual del Banco de México, pág. 77

<sup>84</sup> Informe Anual del Banco de México, cuadro 19, pág.79

aumentó en 1994, al pasar su coeficiente de 14.9% a 26.8%. Su participación dentro de la cartera total de la banca pasó de 0.4% en 1993 a 0.6% en 1994.

Otro sector que registró un fuerte deterioro fue el del Turismo, que pasó de 5.6% en 1993 a 9.5% en 1994. En el caso de las ya mencionadas tarjetas de crédito, su coeficiente de cartera vencida pasó de 12.7% en 1993 a 13.3% en 1994, mismos en los que la banca trabajó para reestructurarlos.

Este año la banca comercial se esforzó en crear mayores reservas preventivas. Ya que pese al aumento de la cartera vencida y de la consecuente aplicación de dichas reservas para dar de baja créditos irrecuperables, el saldo de las reservas preventivas pasó de 14.2 miles de millones de nuevos pesos en diciembre de 1993 a 21.8 millones en diciembre de 1994. Con ello el coeficiente de reservas preventivas a cartera vencida total sólo bajó de 44.6% en 1993 a 42.1% en 1994.

#### Los Fondos de Protección al Ahorro y al Mercado de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) realizó su primera intervención en septiembre al Banco Unión, luego a Banca Cremi y al Banco Obrero, vía el Fondo de Protección al Ahorro Bancario (Fobaproa).

En el caso del Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (Fameval), éste fondo intervino al grupo financiero Arka y al grupo Havre. Estas decisiones iniciaban un rescate bancario de magnitudes sin antecedentes.

#### Reformas al sistema financiero en 1994.

Algunas de las reformas que se implementaron este año tuvieron el objetivo de modernizar y actualizar el sistema financiero. Se dieron ajustes tendientes a la simplificación de los requisitos de autorización para la realización de ciertas operaciones por las instituciones de banca múltiple. También se modificó el régimen aplicable a las casas de bolsa en las operaciones de reporto.

Asimismo, se buscó proteger el capital de las casas de bolsa de las devaluaciones en junio de 1994, por medio de la cual se les obligó a mantener prácticamente equilibrados diariamente sus activos y sus pasivos sujetos a riegos cambiarios.

Se dispuso adoptar el principio de la entrega contra pago de los valores gubernamentales y que las casas de bolsa estuvieran respaldadas en este tipo de operaciones de compra de valores por un grupo financiero en que participara una institución de crédito.

En noviembre de 1994 se autorizó el establecimiento de un mercado extra bursátil de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre el nivel del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).

De la misma manera se promovieron medidas para formalizar la apertura financiera, autorizando la apertura de filiales en el extranjero. En octubre se puso en marcha el Sistema Internacional de Cotizaciones que autorizaba a las casas de bolsa a realizar operaciones de compraventa al contado y a futuro de divisas contra divisas con contraparte en instituciones de crédito

#### 4.3.5 El cambio estructural “profundo e irreversible”

En 1994 se presentó un retiro gradual de los controles de precios; una corrección de precios y tarifas públicas, y se creó una cultura de la productividad de la mano de obra y de las exportaciones con la entrada del TLC.

A pesar del impacto negativo de la crisis cambiaria en el corto plazo, se decía que la planta productiva contaba con una gran capacidad para adaptarse a las nuevas circunstancias y a aprovechar las oportunidades que les ofrece el proceso de globalización. “El reto para 1995 es aplicar un esquema de política económica que haya sido posible restablecer la confianza, mientras los agentes económicos transitan a través del periodo de ajuste, sin perder en este proceso lo ya logrado en los últimos años”.<sup>85</sup>

Así el Banco de México, sostenía que era necesario, preservar el fortalecimiento de la situación financiera de las instituciones de crédito, priorizando la relación que existía entre la salud financiera de los acreditados y la del sistema financiero en su conjunto, dado que el ajuste cambiario de diciembre de 1994 se había presentado en el momento en que muchas empresas registraban *elevados niveles de endeudamiento*, tanto en moneda extranjera como nacional.

Ante la gran rapidez con que en la actualidad se pueden mover grandes volúmenes de capital, es necesario que las políticas monetaria y cambiaria cuenten con la flexibilidad suficiente para responder con oportunidad a las fluctuaciones que se presenten en los mercados financieros, lo que se perseguía desde noviembre de 1991 cuando se iba incrementando gradualmente la amplitud de la banca de flotación del tipo de cambio.

Sin embargo, insistía en que para salir de la crisis de coyuntura y garantizar el crecimiento sostenido, eran indispensables: finanzas públicas sanas; una política monetaria orientada a la estabilidad de precios; y mayor captación del capital humano.

En forma paralela era necesario para el Banco de México aumentar la tasa de ahorro, propiciando un ambiente macroeconómico estable y con instituciones financieras mejor calificadas para canalizar dicho ahorro hacia usos productivos.

---

<sup>85</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 pág. 106

#### **4.4.- Las explicaciones de la crisis de 1994**

##### **4.4.1. Banco de México descarta sobrevaluación**

Luego de la adopción del régimen de flotación, a raíz de la crisis de diciembre de 1994, los cuestionamientos a las medidas implementadas por el gobierno volvieron a resurgir. De las primeras explicaciones de la crisis de 1994, destacó el argumento de que el peso estaba sobrevaluado; aspecto que las autoridades financieras –Banco de México y Hacienda que encabezaban Miguel Mancera y Pedro Aspe, respectivamente- no atendieron. Bajo este marco, vale la pena recordar qué se dijo respecto de la sobrevaluación en tanto la crisis no se había desatado al respecto.

Para mediados de 1994, el especialista Jonathan Heath, publicó un artículo<sup>86</sup> del porqué los que aseguraban que la moneda estaba sobrevaluada no tenían todos los elementos para afirmarlo.

A mediados de junio, Heath sostuvo - frente a los que consideraban que el peso se encontraba fuertemente sobrevaluado y tarde o temprano el país se enfrentaría a una devaluación; y ante los que alegaban que la única forma de poder ser competitivos dentro del nuevo entorno global era a través de una devaluación del peso mexicano- que toda la evidencia sobre que México tuviera un peso sobrevaluado se sustentaba sobre bases muy frágiles.

“Si hacemos una comparación simple de la paridad del poder de compra entre México y los Estados Unidos para poder estimar un tipo de cambio teórico, y determinar un porcentaje de sobre (o sub) valuación, llegamos a obtener una sobrevaluación que varía entre el 10% y el 20%, dependiendo de que año base tomamos para hacer la comparación”, explicó.

Sin embargo – argumentó -- existe una falacia muy grande en esta estimación, dado que supone técnicamente que el tipo de cambio real de equilibrio es el mismo del año base que estamos utilizando en el cálculo. En palabras menos técnicas, estaríamos suponiendo la competitividad del tipo de cambio en una economía cerrada de hace unos años. Esto es el equivalente a señalar que la apertura comercial no implica tener mayor competencia del exterior.

Heath refirió que durante los Setenta y Ochenta, la diferencia de la productividad entre México y los Estados Unidos no cambió. Pero a partir de nuestra apertura comercial, nuestra productividad crecía a un ritmo mayor a la de Estados Unidos. Esto significaba que la apreciación real de la moneda, que bajo circunstancias estáticas implicaría una pérdida de productividad, se había compensado a través de nuestras ganancias en productividad, coincidiendo con el argumento que el Banco de México dio tiempo después.

---

<sup>86</sup> Heath Jonathan, “El Peso está Sobrevaluado”, colaboración al periódico Reforma, junio de 1994.

De hecho, el especialista observó que si se tomara el mismo ejercicio de la paridad de poder de compra y se ajustara por diferencia de productividad, obtendríamos un tipo de cambio ligeramente subvaluado. Aseveró que con la depreciación observada del 8% durante el último mes –junio– resultaba muy difícil argumentar que el tipo de cambio estaba sobrevaluado.

Todavía el 26 octubre de 1994, Jonathan Heath aseguró que el nivel de las reservas era adecuado y que las exportaciones crecían a tasas elevadas, con lo que la necesidad de divisas para financiar el déficit de la cuenta corriente quedaba aún cubierta sin otro nivel de tipo de cambio.

“Quedaba claro que la problemática actual de la política cambiaria no es de corto plazo, por lo que en estos momentos no existe peligro de una devaluación o de un movimiento sorpresivo en el tipo de cambio. En consecuencia, el Banco de México estaba dejando que el mercado interactuara y que la variable de ajuste fuera la tasa de interés.”<sup>87</sup>

Sin embargo, especialistas como Rudiger Dornbusch y Alejandro Werner, aseguraban que México tendría que mantener una tasa de interés muy elevada que no era compatible con los objetivos de largo plazo de crecimiento económico. “De mantener la política cambiaria actual, México no podría alcanzar una tasa de crecimiento sostenido<sup>88</sup>”. La única forma de lograr crecer, era modificando la política monetaria actual para que la variable de ajuste no sea la tasa de interés sino el tipo de cambio.

El debate se enfocaba, entonces, al nivel de valuación del tipo de cambio con la teoría de Paridad de Compra del Poder Adquisitivo (PPA), la cual establecía la existencia de un tipo de cambio real de equilibrio (o tipo de cambio teórico) que se mantenía constante a través del tiempo.

Heath explica que este tipo de cambio se calculaba tomando un año base determinado (muchas veces en forma arbitraria) y calculando las diferencias de inflación acumuladas de dos monedas a partir de la base. La diferencia determinaba un tipo de cambio teórico, con la cual se compara el tipo de cambio actual.

Si el tipo de cambio se encontraba por abajo del teórico, se decía que nuestra moneda se encontraba por abajo del teórico, por lo tanto nuestra moneda se encontraba sobrevaluada.

Heath sostuvo ante los argumentos de Dornbusch que existía ya un consenso casi unánime de que esta teoría no se aplica en forma general en el mundo real, dado que no se puede argumentar que el tipo de cambio real de equilibrio es constante

---

<sup>87</sup> Heath Jonathan, colaboración al periódico Reforma, 26 de octubre de 1994.

<sup>88</sup> El Financiero, varias notas de junio de 1994.

a través del tiempo, en virtud, de que se ve influido por factores como la productividad, los cambios estructurales, los términos de intercambio, los aranceles, las barreras al comercio y los flujos de capital.

“Por lo que el tipo de cambio real de equilibrio de hoy en día es muy diferente al que existía desde tiempo atrás, con todos los cambios que ha sufrido la economía nacional, por lo que cualquier cálculo de sub o sobre valuación (utilizando a la PPA), es totalmente inútil”, aseguró.

Añadió que actualmente se utiliza más en lugar del tipo de cambio teórico (PPA), el tipo de cambio de equilibrio fundamental FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate), que es el tipo de cambio real de equilibrio consistente con el balance simultáneo interno y externo de la economía. Es un concepto que varía en el tiempo con los factores reales de la economía o fundamentos.

Para determinar el FEER se necesita conocer tres elasticidades básicas: la sensibilidad de la cuenta corriente a la actividad económica interna; a la actividad externa; y al tipo de cambio real; las cuales se pueden determinar econométricamente. El concepto de un tipo de cambio real de equilibrio consistente con un balance macroeconómico, está basado sobre un conjunto de objetivos macroeconómicos.

Sin embargo, se puede modificar el concepto original del FEER por el del tipo de cambio de equilibrio deseado DEER (Desidered Equilibrium Exchange Rate). Como consecuencia, se obtiene un tipo de cambio de equilibrio deseado para cada conjunto de variables macroeconómicas.

Según Jonathan Heath, los estudiosos que no estaban de acuerdo con la política cambiaria alegaban que el tipo de cambio (DEER) del Banco de México no era consistente con el balance interno y externo, o dicho de otra manera, que no era compatible con los objetivos de crecimiento de mediano y largo plazo.

#### Banco de México

Por su parte, el Banco de México sostuvo en su Informe Anual de 1994 que el tipo de cambio no estaba sobrevaluado y era consistente con los objetivos macroeconómicos.

Para el Banco de México el tipo de cambio a lo largo de 1994 no estuvo sobrevaluado, es más su nivel se encontraba en línea con el incremento de la productividad de la mano de obra del sector manufacturero, por lo que dado ese nivel a lo largo de 1994, no se había perdido competitividad internacional.<sup>89</sup>

Lo anterior, en razón de que se observó el crecimiento del 8% de la productividad media por trabajador en el sector manufacturero - la tasa más elevada en la última

<sup>89</sup> Informe Anual del Banco de México 1994 anexos, pág. 187

década -. En forma acumulada entre 1991 y 1994, la productividad del trabajo creció a una tasa media anual de 6.7%, la cual --según el banco-- era una tasa muy alta no sólo históricamente, sino también en comparación a la observada en otros países.

Esa evolución de la productividad del trabajo - en el sector que aportaba más de ocho décimas partes de las exportaciones de mercancías de nuestro país- fue evidencia de que en ese período se mantuvo y aún se acrecentó la competitividad internacional de la economía mexicana.

Sin embargo, el banco reconoció que además de la productividad del trabajo también se recurre frecuentemente a índices de tipo de cambio real para medir la competitividad internacional de un país. Pero señaló que la interpretación de tales indicadores y sus implicaciones han sido origen frecuentemente de discusión y controversia.

Explicó que entre los índices de tipo de cambio real que se calculan con base en índices de precios, el menos controvertido es aquél que se estima con relación a una canasta de monedas de 128 países.

Utilizando precios al consumidor, se tiene que en los primeros once meses del año de 1994, el peso mexicano se depreció en términos reales 14.8%. Considerando la devaluación de diciembre, la depreciación real de moneda mexicana resulta de 76% durante 1994.

Ante esta evidencia, el banco mencionó que existe un acuerdo en que los índices de tipo de cambio real basados en costos, son superiores como indicadores de competitividad a aquellos calculados con índices de precios.

En consecuencia, la evolución del tipo de cambio real calculado con los costos laborales unitarios en la industria manufacturera permite comparar los costos de trabajo de una país con aquellos de sus socios comerciales, expresados en una misma moneda. La superioridad de estos indicadores de competitividad internacional con relación a los que descansan solamente en los precios, se debe a que en su cálculo se considera a los costos laborales y a la productividad del trabajo.

Así en los últimos años, el índice de tipo de cambio real de la moneda mexicana, con base en los costos laborales, que estimó el banco central, mostró que su nivel estuvo por encima de los observados a finales de los años Setenta y principios de los Ochenta. Por lo que fue evidencia de que en los años recientes se mantuvo la competitividad internacional de la economía mexicana.

En favor de este argumento y dos años después, Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, funcionarios del Banco de México<sup>90</sup>, refieren que de 1985 y hasta el 31 de marzo de 1994, la política de tipo de cambio fue determinada por la Comisión de Crédito y Cambio Externo del Banco de México. Luego a partir del 1 de abril de 1994 y de acuerdo al artículo 21 de la Ley del banco central, la política de cambio quedó determinada por la Comisión de Cambios, que establece que la política cambiaria depende en última instancia del Ejecutivo Federal vía el Secretario de Hacienda.

Así, ante el argumento de que el tipo de cambio (RER) Real Exchange Rate estaba sobrevaluado, los autores con base en los métodos bilateral (e1) y multilateral (e2) para medir el RER, el primero basado en la relación entre los precios en Estados Unidos y México y el segundo en más variables como el PIB o el comercio; refieren que el plan de estabilización de diciembre de 1987, incluía una depreciación del tipo de cambio, un ajuste al presupuesto del gobierno federal y una liberalización comercial, en donde el tipo de cambio medido por los diferenciales de inflación (e1) se apreció 39% de diciembre de 1987 a noviembre de 1994. En el caso del tipo de cambio e2, vía comercio o producto se apreció 33.9% en el mismo periodo.

#### ¿Una expansión del Crédito Interno Neto?

Enfrentando otro de los argumentos críticos sobre la conducción del Banco de México en 1994 que sostiene que la expansión del crédito interno del Banco de México condujo a la devaluación de diciembre de 1994, Gil y Carstens argumentaron lo siguiente:

- 1) Que aún considerando una supuesta expansión del crédito; todas las pérdidas de intercambio coinciden con un choque político y no con una expansión del crédito ex-ante.

---

<sup>90</sup> Gil Díaz Francisco y Carstens Agustín, Serie Documentos de Investigación No. 9601 "Some Hypotheses Related to the Mexican 1994-95 Crisis" o bien "Un Año de Cuidado: Algunas Historias Peregrinas sobre la Crisis de México en 1994-1995" se presentó en el 5 de enero de 1996 en San Francisco California y se publicó en The American Economic Review. Documento que aunque a título personal, reflejó las posiciones de dos de los artífices más importantes de la política monetaria del Banco de México en ese entonces, uno Subgobernador y el otro director de Investigación Económica, respectivamente, en el cual contestan los cuestionamientos más importantes respecto de como se maneja el tipo de cambio y la política monetaria del banco central en 1994. El estudio discute, con algunas de las explicaciones que de la crisis de 1994-95 se ofrecieron en el ámbito académico, y que en su opinión *se basaron en ideas y datos manipulados sin cohesión ni perspectiva*. Su análisis concluye que a pesar de los posibles mejoramientos en la administración de la economía, las causas de la crisis se deben encontrar en la combinación de un tipo de cambio semi-fijo, la explosiva disponibilidad de capitales internacionales de corto plazo, y los repetidos choques políticos que afectaron a México en 1994.

- 1) Que si las autoridades mantenían una banda, un ataque especulativo no podía ser resistido cuando la velocidad y la cantidad de los recursos financieros eran abrumadoras. La intervención implicó 25,000 millones de dólares en reservas y más 30,000 millones de dólares para respaldar los Tesobonos que estaban vinculados al dólar.
- 2) Que excepto durante los breves ataques especulativos, el déficit en cuenta corriente fue financiado por una oferta en la cuenta de capital y la tasa de intercambio estuvo por debajo del tope de la banda hasta noviembre de 1994.

GyC analizan otros aspectos sobre la supuesta expansión del crédito interno, por medio de comparar la tasa interbancaria de préstamo y no – el que llaman-privilegiado mercado de los Cetes. Ello, consecuencia de su estatus como banco colateral y, por lo tanto un alto precio artificial respecto de la tasa Libor.

Así, después de elevarse 20 puntos sobre Libor, el diferencial cayó luego del asesinato de Colosio, pero permaneció a 10 puntos porcentuales o más, cuando el tipo de cambio fluctuaba abajo de su banda predeterminada. “Esto –sostienen-- no pudo ser ubicado como una relajación monetaria.”

Aseguraron que México no estaba preparado para un currency-board-non-sterilization (un consejo monetario sin esterilización). Mientras que el crédito del banco central creció en tono con la pérdida de las reservas, un currency-board hubiera provocado en su lugar, una caída equivalente en la oferta de moneda.

Un creciente déficit en la cuenta corriente que se hace inmanejable<sup>91</sup>

Para el Banco de México el déficit en cuenta corriente se debe analizar en el contexto de la demanda agregada.

Así en 1994 el sector externo en su conjunto registró un mayor dinamismo de las exportaciones de mercancías, sobre todo en el ritmo de las exportaciones no manufactureras de empresas maquiladoras y no maquiladoras. Pero el dinamismo de la actividad que alcanzaba la economía conllevó también a un mayor incremento de las importaciones de bienes intermedios, de capital y de consumo que se generaron igualmente por la entrada en vigor del TLC.

El dinamismo diferenciado del sector externo trajo consigo niveles más elevados de déficit de la balanza comercial y con ello al incremento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esta situación se sumó a reversiones, durante ciertos lapsos, de los flujos de capital hacia México como consecuencia de

---

<sup>91</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 41

eventos políticos y delictivos de “marcado impacto negativo” y de un entorno internacional adverso.

Así, el banco central argumentó que en 1994 algunas perturbaciones del exterior se tradujeron en una menor disposición de los inversionistas para canalizar recursos financieros a nuestro país. Consecuencia de un incremento en las tasas de interés de los mercados financieros internacionales y de una mayor demanda por recursos financieros en los países industrializados por la recuperación económica que comenzaron a sentir.

“Todo ello al recrudecerse en un contexto en que se desarrolló la idea de que el déficit de la cuenta corriente pronosticado originalmente para 1995 era difícil de financiar -cuando Serra presentó los criterios de política económica para 1995--determinaron a finales de año que el régimen cambiario resultara insostenible”, concluyó.

Así desde el punto de vista de la demanda agregada, el déficit en cuenta corriente pasó de 6.5% del PIB en 1993 a 7.7% en 1994, lo que implicó un incremento de 1.2 puntos porcentuales. En dicho incremento fueron determinantes el crecimiento del consumo gubernamental que contribuyó en 0.9 puntos porcentuales y el de la formación de capital de los sectores público (0.1 puntos porcentuales) y privado (0.2 puntos porcentuales).

En este año las menores entradas netas de capital de exterior *consecuencia de actos delictivos y desafortunados actos políticos que se presentaron en el año*, y en menor medida a que de manera exógena se redujo la oferta de ahorro del exterior -originada por los aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos, que aplicaron en ese entonces una política monetaria más astringente- a pesar de que se registraron aumentos en las tasas de interés en el mercado interno; la inversión de recursos en países en desarrollo se hizo menos atractiva.

En ese año, el superávit en la cuenta de capital fue de 11,549 millones de dólares, lo que implicó una baja de 21,033 millones respecto de 1993. El superávit se conformó de la siguiente manera: 853 millones de préstamos netos y 16,166 millones de dólares a flujos de inversión extranjera de donde 8,186 eran inversión de cartera. En tanto, la inversión extranjera directa “alcanzó un nivel sin precedentes” cuando ascendió a 7,890 millones de dólares, un incremento de 81.8% con relación al monto de 1993.

Por último, los activos de mexicanos residentes en el exterior crecieron en 1994, 5,470 millones de dólares, lo que constituyó según el banco salidas de capital al exterior.

Respecto de la inversión extranjera directa, el banco central refirió que el flujo fue continuo y no se vio interrumpido por los fenómenos adversos. Ello, porque según lo establece, había perspectivas de buenos rendimientos a mediano y largo plazo en los proyectos de inversión. En los últimos años antes de 1994 México había

sido, entre los países en desarrollo, uno de los dos después de China que había atraído más inversión extranjera directa. En 1994, la IED ascendió al 13.3% del total que se registró en países en desarrollo, y el 52% de la que recibió América Latina y el Caribe.

Ante las acusaciones de que lo cuantioso del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y una apreciación del tipo de cambio real registrada en los años inmediatos anteriores a 1994, fueron las causas principales de la devaluación de diciembre, el Banco de México argumentó lo siguiente:

“Un déficit en cuenta corriente, no es siempre el resultado de la apreciación del tipo de cambio real, y, por ello, su existencia, no es prueba de una sobrevaluación de la moneda nacional. Para comprobar su dicho, el banco central puso como ejemplo la experiencia internacional. El caso de los Estados Unidos, donde se había registrado un enorme déficit en su cuenta corriente a pesar de que el dólar se ha estado depreciando a lo largo de varios años y de que según la opinión más generalizada, la divisa se encontraba subvaluada. El fenómeno opuesto había ocurrido en Japón, donde registraba un gran superávit en su cuenta corriente, al mismo tiempo, que el yen ha experimentado una gran apreciación.”<sup>92</sup>

¿Qué es para el Banco de México la cuenta corriente?

El Banco de México destaca que para analizar la cuenta corriente es *conveniente recordar* una de las identidades fundamentales de la “Contabilidad Nacional” en una economía abierta, lo que no se toma muy en cuenta al analizar la evolución del sector externo y de la política cambiaria.

Según esta identidad el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos es igual a la diferencia entre la inversión total (pública y privada) y el ahorro interno total (público y privado).  $CC=I-S$

En México, explica el organismo, al crecer rápidamente la inversión aumentaba el déficit en la cuenta corriente y también la acumulación neta de capital productivo, esto último no obstante que simultáneamente la tasa de ahorro interno disminuía. Al igual que en otras economías en desarrollo, la mexicana cuenta con una amplia dotación de mano de obra y una escasez relativa de capital.

Esto último tiene gran importancia porque la composición factorial constituye un elemento central en la explicación de la magnitud y naturaleza de los flujos de bienes, servicios y capitales entre nuestro país y el resto del mundo.

---

<sup>92</sup> Informe Anual del Banco de México 1994, pág. 45.

La diferencia en la disponibilidad relativa de los factores productivos contribuye a generar disparidades en la rentabilidad potencial de proyectos de inversión similares en distintas partes del mundo.

Así en condiciones comparables de tecnología, legislación, marco regulador y estabilidad macroeconómica, se ha visto que la rentabilidad tiende a ser mayor en los países en vías de desarrollo, en los que la relación de capital a trabajador es menor.

Las razones:

1.- En países desarrollados hay rentabilidad decreciente, hay más oportunidades de negocios que en países en vías de desarrollo.

“Los países en proceso de industrialización cuentan aún con posibilidades de negocios que en países más desarrollados ya han sido aprovechadas por inversionistas y empresarios, traduciéndose lo anterior en una gradual disminución de los márgenes de ganancias de los proyectos. Esta tendencia hacia una rentabilidad decreciente se observa en sectores de bienes no comerciales y en circunstancias en las que el proceso de integración de mercados aislados se ha ido complementando con la infraestructura adecuada, el cambio de tecnologías y en el propio cambio de los hábitos de consumo de la población.”

2.- En los países con abundancia relativa de mano de obra, los salarios reales tienden a ser menores que en desarrollados, aún para grupos de trabajadores con niveles similares de capacitación. Ello es consecuencia de que la productividad de la mano de obra y por lo tanto de su remuneración, es relativamente más baja en la medida en que los trabajadores cuentan con menor o inferior maquinaria, equipo e instalaciones para desempeñar sus tareas.

Por estas razones, los flujos internacionales de capital, que responden predominantemente a diferencias en las tasas de rentabilidad, ocurren por lo general de países con abundancia relativa de este factor hacia aquellos donde éste es escaso, generando un superávit en la cuenta de capitales en los países en vías de desarrollo.

Subraya el Banco de México que en términos de la “Contabilidad Nacional”, estos flujos se expresan como un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países importadores de capital, cuya contrapartida es el superávit en la cuenta de capitales de los países exportadores de capital.

Y como ejemplo, el banco central analiza en 1994 las relaciones entre el déficit en cuenta corriente y el desarrollo económico:

“Es interesante recordar los casos de países que han tenido o están teniendo gran desarrollo y, a la vez, importantes déficit en cuenta corriente sin consecuencias cambiarias adversas. Así, por ejemplo Singapur tuvo un déficit promedio de 14% del PIB entre 1970 y 1982 y/o Tailandia tuvo un déficit promedio de 6.9% del PIB entre 1990-1993.”

El Banco de México desprende de su análisis que en la medida en que en una economía con escasez relativa de capital existan amplias y crecientes posibilidades de inversión, así como credibilidad y confianza en sus políticas, recibirá flujos de recursos externos que causarán inevitablemente (a menos que aquí se esterilicen en su totalidad) un déficit en su cuenta corriente.

Adicionalmente, si las finanzas públicas estuviesen equilibradas, entonces el déficit en cuenta corriente sería consecuencia del exceso de inversión privada sobre el ahorro interno del sector privado, el cual estaría siendo complementado con ahorro externo.

En México, concluye el Banco, el flujo hacia el país de ahorro externo fue la razón del déficit en cuenta corriente y el destino de ese ahorro fue la importante acumulación de capital observada en la economía mexicana durante los últimos años.

¿Cómo sostiene el banco central su argumento?

Con base en estadísticas del Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática (INEGI) y de estimaciones propias, se afirma que entre 1988-1994 el valor acumulado de la inversión bruta fija en México fue de 392,000 millones de dólares (cuadro 12 de la pág.48 del Informe Anual de 1994).

Dicha inversión se financió con ahorro interno por alrededor de 292,000 millones de dólares y con ahorro externo (el déficit acumulado en la cuenta corriente) por 107 mil millones de dólares. Dada una depreciación estimada del acervo de capital cercana a 200,000 millones de dólares, la inversión neta acumulada durante el período mencionado se situó en aproximadamente en 193,000 millones de dólares.

Suma que reveló que los activos netos de México (inversión neta menos ahorro externo) crecieron al menos en 86 mil millones de dólares. En síntesis, en los últimos años, se presentó una importante acumulación de capital en México cuya magnitud hubiere sido substancialmente menor sin el concurso del ahorro externo.

“Así –sostiene el Banco de México- la inversión realizada en los últimos años dio lugar a aumentos significativos en la productividad de la mano de obra y del salario real. Las cuantiosas entradas de capital que se observaron, en esos años, provocaron una apreciación del tipo de cambio real. Pero, en tanto la apreciación vaya acompañada de incrementos en la productividad de la mano de obra, aquella no debe ser necesariamente considerada como una señal de pérdida de competitividad internacional”.

La evolución de las exportaciones mexicanas en los últimos años convalida, según el banco central, esta afirmación. Las exportaciones manufactureras en

1994 crecieron 21% en forma anual, la más alta de los últimos 6 años (a partir de 1994), lo que no hubiera sido posible sin una competitividad creciente de la planta productiva.

¿Qué pasó?

No obstante, la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente se vio afectada por el impacto que los acontecimientos delictivos y políticos, tuvieron en la confianza de los ahorradores nacionales y extranjeros. Esos acontecimientos causaron bruscas caídas de las reservas internacionales del país. Sin embargo, la balanza de pagos retornaba al equilibrio una vez que el impacto psicológico de los acontecimientos referidos se desvanecía y en respuesta a las medidas de política monetaria que se adoptaban.

“El superávit de la cuenta de capitales –afirmó el banco central- volvía a situarse en niveles que permitían financiar el déficit de la cuenta corriente. No fue sino hasta mediados de noviembre cuando se desató una serie de acontecimientos que un mes después hicieron insostenible el régimen cambiario”.

#### **4.4.2 Zedillo culpa a Salinas**

En diciembre, luego de que estallara la crisis gobernadores, funcionarios del sector hacendario y del Banco de México coincidieron en que la situación de emergencia financiera que enfrentaba el país respondía fundamentalmente a problemas de carácter estructural y a medidas que no se tomaron en la administración de Salinas.

“Ha sido herencia” denunció el subsecretario de Hacienda, Santiago Levy. Explicó que si bien en la presente crisis intervienen factores de orden coyuntural, la razón de fondo se encuentra en que a lo largo de los últimos meses no se tomaron las medidas profundas para corregir lo que ya se acumulaba como un problema importante.

La explicación del gobierno federal la ofreció el presidente Zedillo en su Discurso donde dio a conocer el programa de emergencia económica a fines de diciembre de 1994:

“Hubo una subestimación del problema (del déficit en la cuenta corriente) y esa subestimación fue sumamente grave. La principal razón por la cual la demanda de divisas se hizo mucho más grande que la oferta, es que durante varios años nuestras importaciones han sido mucho mayores que nuestras exportaciones”.

“La diferencia entre las importaciones y las exportaciones de mercancías y servicios fue de casi 25,000 millones de dólares en 1992; 23,000 millones en 1993

y se calcula cercana a 28,000 millones de dólares en 1994. Esta diferencia es lo que se conoce como el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Bajo cualquier medida, el saldo negativo en la cuenta corriente llegó a ser demasiado grande; por ejemplo, como proporción del valor de todo lo que se produce en nuestra economía, es decir el PIB, en 1994 el déficit de la cuenta corriente alcanzó casi 8 por ciento”.

“Para dar una idea de que tan grande es esta proporción, podemos compararla con la que se registró el último año de cada uno de los tres sexenios anteriores: en 1976 esa proporción fue de 4%; en 1982, de 3%, y en 1988 de poco menos de 1.5% del PIB”.

“Normalmente, el saldo negativo en la cuenta corriente se compensa con entradas de capital hacia nuestro país. Hubo entradas de capital privado para inversiones directas, pero principalmente flujos de capital invertidos en instrumentos financieros líquidos de corto plazo.

“El que hayan venido capitales a México y eso nos haya ayudado a pagar las importaciones de materias primas y bienes de capital no es en sí mismo malo; lo malo fue el exceso, el que creciera tanto la cuenta corriente, así como el que nuestro país se haya visto sacudido por varios hechos lamentables que minaron la confianza, el que los capitales se hayan hecho más escasos también en el exterior, hizo crecientemente difícil que continuaran viniendo esos capitales a compensar el déficit. De hecho muchos de las inversionistas que llegaron en años anteriores empezaron a retirarse en 1994”.

“Mi gobierno se propuso reducir paulatinamente esta vulnerabilidad. La estrategia era entonces, ir ajustando de manera gradual el déficit en la cuenta corriente y restituyendo la confianza para dar mayor permanencia a los flujos del capital exterior. Pero la estrategia no pudo sostenerse lamentablemente, en virtud, del tamaño del desequilibrio acumulado y de los acontecimientos políticos que precipitaron la salida de los capitales; el margen de acción para desactivar lenta y progresivamente el problema de agotó”.

La perspectiva de Zedillo es respaldada por el economista estadounidense, Paul Krugman. Para este autor la crisis de la economía nacional obedeció a una sobrevaluación del peso y un enorme déficit de cuenta corriente que se sumó a la crisis política de esos años y explica que el gobierno mantuvo un techo sobre la posible apreciación del peso, pero, en un estilo de tablita, anunció cada año después de 1991 un límite paulatinamente creciente de la depreciación permisible de la moneda. Así que permitió que el margen de fluctuación permitida del tipo de cambio aumentara con el tiempo.

A pesar de ello, las autoridades mantuvieron el tipo de cambio cerca de su techo de apreciación. Por lo tanto, el peso se apreció fuertemente en términos reales y surgió un importante déficit por cuenta corriente. A lo largo de 1994, las reservas

de divisas del país cayeron a niveles muy bajos, las revueltas civiles, la inminente transición presidencial, y los temores a la devaluación contribuyeron a ello.

A ello se sumó la continua ampliación de los créditos públicos a los bancos que tenían créditos morosos. México había privatizado rápidamente sus bancos sin las adecuadas salvaguardas normativas, y también había abierto su cuenta de capital, dando a los bancos libre acceso a los fondos del exterior.

Krugman describe así el “error de diciembre”:

“Con la esperanza de acelerar el crecimiento y reducir el déficit de cuenta corriente, que por entonces estaba cerca del 8% del PIB, el nuevo gobierno devaluó un 15% por debajo del límite de depreciación prometido el año anterior. La fijación de la moneda devaluada fue inmediatamente atacada por los especuladores, y el gobierno se retiró a una flotación de la moneda. Los inversionistas fueron presa del pánico, empujando precipitadamente el peso hacia abajo, y enseguida México fue incapaz de pedir prestado a no ser que fuera a un tipo de interés prohibitivo. El pago de la deuda fue al igual que en 1982 imposible y se evitó el desastre con la ayuda de un préstamo de emergencia de 50 mil millones de dólares del Tesoro de los Estados Unidos y del FMI.. La crisis sólo duró un año. En 1996, México estaba ya recuperándose”<sup>93</sup>.

En una línea similar a la de Krugman razona el actual presidente de Banco de México, Guillermo Ortiz, quien reconoce que hubo una apreciación del peso mexicano entre 1989 y 1994.

Ortiz describe que los grandes flujos de capital antes de la crisis de 1994 contribuyeron a una expansión de la demanda agregada, un alza considerable de acciones y de los bienes raíces, gracias a las expectativas positivas creadas por la reforma estructural y estabilización macroeconómica:

“Esta política permitió una reactivación económica, después de casi una década de bajo crecimiento y rápida inflación. De 1989-94 la tasa de crecimiento media del PIB fue de 3.9% y en 1993 la inflación cayó a niveles de un solo dígito por primera vez en más de 20 años”.

Los montos de capital que llegaron sumaron entre 1990 y 1994 un total de 104 mil millones de dólares, el 20% de la afluencia de capital a las economías en desarrollo.

“Los flujos de capital contribuyeron a la ampliación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos hasta niveles que empezaron a parecer insostenibles a los inversionistas. La vulnerabilidad de la economía mexicana aumentó debido a este y otros factores, tales como el rápido crecimiento del crédito bancario al sector privado, el mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo o predeterminado,

---

<sup>93</sup> Economía Internacional, teoría y política Krugman y Obstfeld.

el alza de las tasas de interés internacionales y hechos políticos y delictivos que ocasionaron gran incertidumbre”.

En México al igual que en Asia “la apreciación del tipo de cambio real, el crecimiento de la deuda externa a corto plazo, y el monto del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos, aunado a la debilidad del sistema financiero, produjeron severas presiones en el mercado cambiario. Dichas presiones especulativas contra el peso llevaron al abandono del régimen cambiario prevaleciente y la adopción, desde el 22 de diciembre de 1994, de un régimen cambiario de flotación”.<sup>94</sup>

#### **4.4.3. Una crítica estructural a la conducción económica de los Noventa.**

Para el economista Jaime Ros, la crisis de 1994 se desencadenó tanto por fallas en el mercado como por fallas en el gobierno. En el caso de las fallas del mercado, Ros señala que en 1992, mientras los inversionistas nacionales consideraban necesaria una devaluación y no estaban muy optimistas respecto del futuro de la economía, los inversionistas extranjeros se encontraban excesivamente optimistas, lo que se debió a que estaban mal informados sobre el desempeño de la economía. Existían grandes fallas en la información y se tomaban decisiones de inversión sobre la base de horizontes de muy corto plazo.

El componente medio bimodal del mercado financiero pronosticaba sólo una pequeña devaluación y es la que explica la reacción de pánico, del gran número de inversionistas que habían sido muy optimistas que se presentó en la crisis de diciembre de 1994.

Para el maestro de la Universidad de Notre Dame, en los Estados Unidos, la falla del gobierno tuvo que ver con dos políticas: Una política de apreciación real del peso, cuando, que en un marco de liberalización comercial para sostenerse en el tiempo necesitaba lo contrario; y una política fiscal de reducciones sucesivas del IVA de 1991 hacia delante, acompañada de una caída en la tasa del ahorro interno de la economía, en parte asociada al auge financiero y el aumento de los precios de los activos que éste produjo.

Ambas políticas favorecieron la importación y el consumo contra la producción y la inversión, que no apoyó un crecimiento sostenido. En particular, la política cambiaria sesgó la composición del empleo y de la inversión en contra de los sectores que producen bienes comerciables internacionalmente. Mientras que la política fiscal afectó la composición de la demanda entre la inversión y el consumo, en favor de éste último.

A las dos políticas mencionadas, el Dr. Jaime Ros agrega otro factor, que fue el mal manejo de corto plazo de la política financiera en 1994. En particular, la

---

<sup>94</sup> Ortiz Guillermo, “¿Qué enseñanzas nos ofrece la crisis de México para la recuperación de Asia?” Revista Finanzas y Desarrollo Junio de 1998

dolarización de la deuda interna , es decir el cambio de Cetes por Tesobonos; y el permitir que el sistema bancario aprovechando el alto diferencial entre tasas internas y externas de interés, se convirtiera crecientemente en un deudor neto en moneda extranjera.

La razón del porque falló el gobierno, radica según Ros en el poder de las ideas y el papel de los intereses, donde 4 ideas tuvieron una influencia decisiva:

-Que el déficit en cuenta corriente no importa ya que se trata simplemente de la contraparte de un superávit en la cuenta de capital.

-La idea de que no existe "una moneda sobrevaluada" ya que los mercados financieros no la perciben como tal.

-La noción de que en cualquier caso, el tipo de cambio real no se ve afectado por las políticas monetaria y cambiaria, pues está plenamente determinado por los factores reales.

-La noción de que la "macroeconomía está arreglada", es decir, el equilibrio macroeconómico se ha alcanzado en la medida en que las finanzas públicas están equilibrio y la tasa de inflación se acerca la tasa internacional.

Cada una de estas afirmaciones representa una falacia, según Ros.

Los intereses también jugaron un papel importante: entre 1992 y 1993 las negociaciones del TLC, por no asustar a los negociadores y a la opinión pública norteamericana inhibió cualquier intento por corregir el curso de la política económica. Y en 1994 las campañas electorales. Pero no se debe sobrestimar el papel de los intereses ya que no se entiende sin el papel de las ideas, ello en virtud de que después de las elecciones no se cambio la política monetaria.

Existen explicaciones alternativas, de las que sobresale la que sostiene que hubo inconsistencia de la política monetaria en 1994 con el régimen de tipo de cambio que prevaleció hasta el 20 de diciembre, posición con la que Ros está de acuerdo.

Ello, en virtud de que tendió a esterilizar los efectos de la caída de las reservas resultante de los ataques especulativos que ocurrieron durante el año, es decir, porque el Banco Central tendió a expandir el crédito interno al sistema bancario para evitar una reducción de la base monetaria y de la oferta monetaria que, de otra manera, habría ocurrido como resultado de una caída de reservas internacionales.

Esto no es lo que se supone que un banco central deba hacer bajo un régimen de tipo de cambio administrado. Sin embargo, esta inconsistencia fue consecuencia de que las bases fundamentales en que se apoyaba la economía (la cuenta corriente, el tipo de cambio real, la tasa de crecimiento) estaban en muy mal estado. La inconsistencia, según Ros, fue consecuencia de la falta de la sustentabilidad en su conjunto.

Explica que los que le echan la culpa a la política monetaria y no a la cambiaria están considerando que el Banco de México deba renunciar a su función de prestamista en última instancia. Lo que traería una de dos consecuencias : Una

crisis del sistema bancario, pues la oferta monetaria no es otra cosa que las obligaciones del sistema bancario, trayendo consigo una crisis mucho peor.

La segunda posibilidad es que el aumento de tasas de interés habría calmado el ataque especulativo e impedido así una reducción de las reservas de la magnitud de la que ocurrió. Pero en el marco de la revisión al alza de las expectativas de devaluación que estaba ocurriendo desde mediados de 1992, ello habría provocado una recesión no muy distinta de la de 1994, sólo que con el peso sobrevaluado.

Ros indica que la única manera de evitar alguno de estos escenarios era corregir a tiempo los errores de política cambiaria: resolver la inconsistencia entre la política monetaria y la cambiaria modificando la segunda.

Considera además que la explicación del Banco de México es poco convincente e incoherente, cuando atribuye la crisis a los hechos políticos y delictivos. Señala que "si los hechos son capaces de modificar por sí mismo el tipo de cambio de equilibrio del peso, entonces no hay justificación alguna de la política de esterilización de la caída de reservas que siguió el banco central en 1994". La política apropiada era dejar que el tipo de cambio se ajustara a su nuevo nivel de equilibrio, concluye.

#### **4.4.4. La defensa de Salinas**

La versión del presidente Carlos Salinas de Gortari respecto de los orígenes de la crisis de balanza de pagos de 1994, ocurrida a fines de ese año sólo estaría disponible por escrito en 2001, a través de su libro "México, el difícil paso a la modernidad".

Allí, el ex presidente efectúa una descripción pormenorizada del denominado "error de diciembre" y de cómo se llegó a él. En lo que respecta al debate económico de fondo sobre los factores que llevaron a la crisis, Salinas reitera que no hubo durante su gobierno sobrevaluación del peso y que, si ella se manifestó en alguna medida, se enfrentó mediante el desliz de la banda cambiaria:

"Las series del tipo de cambio real mensual preparadas por el Banco de México desde 1980 han confirmado que, contrariamente a lo que se comentó después de la crisis de 1995, el tipo de cambio real durante mi administración nunca llegó a los niveles de apreciación que existieron a principios de los ochenta. Mientras el índice llegó a 157 en enero de 1982 (recuérdese que a mayor valor del índice mayor sobrevaluación de la moneda), durante mi administración llegó a 133 en enero de 1994. Después de esa fecha, y durante los primeros seis meses de 1994, el tipo de cambio real se depreció por lo que el gobierno de Zedillo lo recibió a 121. Esto querría decir que habíamos logrado revertir una buena parte de la "sobrevaluación" que argumentaba Dornbusch. Lo más importante, las series del Banco de México confirmaron que desde mayo de 1999, al final de la

administración de Zedillo, el tipo de cambio real estuvo sobrevaluado por encima del nivel en el cual mi administración lo entregó. Para febrero de 2000, el índice del tipo de cambio real estaba en 132. Es decir, 11% más sobrevaluado que el nivel en el cual Zedillo lo recibió. Esos indicadores apuntaban que éste le iba a heredar a su sucesor un tipo de cambio sobrevaluado y sensiblemente por encima del que recibió de mi administración”.

A la explicación técnica entregada por Salinas, le acompaña una abierta crítica a su sucesor, a quien atribuye la decisión de devaluar la moneda en al menos en 15%, mucho antes de asumir sus altas responsabilidades en diciembre de 1994 e instigado nada menos que por el actual gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz.

Salinas concentra sus críticas al procedimiento empleado para informar sobre la modificación de la banda cambiaria. En opinión de Salinas, la información adelantada a los representantes empresariales en el Pacto Económico para la Estabilidad y el Crecimiento Económico sobre la ampliación de la banda cambiaria en 15% hizo inevitable la flotación del peso, con todas sus consecuencias posteriores de inestabilidad.

Sobre si era posible otra alternativa distinta a la devaluación, Salinas prefiere en principio no pronunciarse. Sin embargo, asegura que los hechos demostraron dos cosas: “durante mi administración, cada vez que enfrentamos embates de inestabilidad cambiaria -y a lo largo del sexenio fueron más de diez ocasiones- logramos sortearlas sin recurrir a devaluaciones traumáticas. Y lo segundo era que Pedro Aspe, como secretario de Hacienda, desarrolló un conjunto de acciones que gozaban de amplia credibilidad entre los inversionistas nacionales y extranjeros, lo que coadyuvó a fortalecer el uso de los diversos instrumentos de política económica para contrarrestar los embates cambiarios y evitar así macrodevaluaciones”.

#### **4.5. Algunas conclusiones sobre la crisis de 1994.**

A una década de la crisis de 1994, es posible adelantar algunas ideas básicas que están orientando ya la política monetaria y cambiaria de los países en desarrollo.

En primer lugar, la crisis de balanza de pagos de 1994 dejó en evidencia que los factores de estabilidad política son cruciales para alcanzar la confianza de los agentes económicos internacionales en una economía globalizada. Ni siquiera un país con los fundamentos macroeconómicos en orden, como era México en ese momento, puede evitar que los inversionistas se alejen de la inestabilidad política.

En segundo término, la crisis de 1994 abrió un debate profundo sobre la necesidad de evaluar los beneficios y los costos de regular los movimientos de capital de corto plazo, de manera de reducir la volatilidad que producen éstos, especialmente en un escenario de alto déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Sin embargo, la materia de política económica más relevante que dejó abierta la devaluación de 1994 es respecto de la conveniencia de adoptar esquemas de tipo de cambio fijo para acompañar la política monetaria. La experiencia de México no fue la primera ni la última en que este modelo de conducción sucumbió ante las presiones de la especulación. Sucedió a comienzos de los Ochenta en Chile y más recientemente con la convertibilidad argentina en 2002.

La flotación cambiaria que se impuso por la fuerza de los hechos a fines de 1994 en México es el camino que de una manera u otra han ido asumiendo las naciones en desarrollo, tras alcanzar tasas de inflación de un dígito. En los próximos capítulos analizaremos cómo ha resultado esta experiencia en el caso de México

## **Capítulo 5**

### **Evaluación de la Política Monetaria, sus objetivos y resultados. Ajuste, Estabilización y Recuperación: 1995, 1996 y 1997.**

La crisis de 1994 obligó a una serie de medidas de ajuste radical y de apoyos extraordinarios que consideraban no sólo la corrección del desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también la adopción de medidas dirigidas a evitar el colapso de la estructura financiera y productiva del país.

Además de los ajustes fiscales y monetarios que ese año se impusieron, la adopción de un régimen de flotación y avances en materia de reforma estructural y liberalización de los mercados, las autoridades mexicanas negociaron un plan financiero de emergencia con el gobierno de los Estados Unidos, el FMI, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. El objetivo que perseguían esos acuerdos era evitar el peligro de caer en la suspensión de pagos de las obligaciones externas del país para evitar un contagio a otros países.

En el mercado financiero interno se llevó a cabo el proceso de rescate bancario "un plan de respaldo a los bancos y prestatarios con el propósito de prevenir una quiebra generalizada de las instituciones financieras" que las proveía de liquidez en moneda extranjera a los bancos comerciales para evitar el incumplimiento de las obligaciones ante el exterior por parte del banco central; creación de un programa temporal de capitalización para los bancos y de un programa posterior que amplió los incentivos en ese sentido a los bancos con problemas; reformas legales con el fin de permitir una mayor participación extranjera en la propiedad de los bancos, y programas para respaldar a determinadas categorías de deudores que llegó al 14.4% -costo financiero a 30 años – del PIB de 1997. En principio se había estimada en tan sólo el 5.5% del PIB.

#### **5.1. 1995, el ajuste y la creación de instrumentos**

En materia de política monetaria y cambiaria, en la marcha se comenzaron a crear los instrumentos para poder llevar a cabo su implementación y consecución de objetivos.

Tal y como narran ex funcionarios del banco central –Carstens y Gil Díaz- en diferentes estudios, no hubo discusión sobre la adopción del régimen de flotación, "porque sencillamente, o flotábamos o nos hundíamos"<sup>95</sup>.

El país había sufrido un duro revés de flujos de capital, no había acceso a los mercados internacionales de deuda, pero sobre todo, no había reservas en el país

---

<sup>95</sup> Gil Díaz, subgobernador del Banco de México en entrevista con Mónica Pérez en junio de 1997.

que pudieran sostener un tipo de cambio fijo. Eran a principios de enero de 1995 incluso negativas.

De acuerdo con Carstens y Werner, entre 1994 y 1995 se dio una “transición forzada” hacia el régimen de tipo de cambio flotante en una crisis con tres aspectos principales, el enorme déficit de cuenta corriente financiado con capital de corto plazo, los vencimientos de los Tesobonos y la imposibilidad de las finanzas públicas de poder hacer frente a esos compromisos, y el inicio de una crisis bancaria que requería de inmediata atención debido al sobreendeudamiento en dólares y en pesos no sólo de los clientes, sino de los propios bancos.

Aquí es donde se da la primera gran separación. Bajo el argumento de que era importante para contener los efectos inflacionarios del ajuste del tipo de cambio, el Banco de México anunció la aplicación de una política monetaria restrictiva “pero para hacerla creíble era necesario dejar claro que esta política monetaria se orientaría exclusivamente a estabilizar las variables nominales de la economía, consistente con la autonomía del banco central. Los problemas del sector bancario serían tratados con planes específicos cuyo costo sería absorbido por las finanzas públicas”<sup>96</sup>.

Explican los mismos autores que bajo un régimen de flotación la política monetaria debe tener un solo objetivo – abatir la inflación- y convertirse en el ancla nominal de la economía, por lo que resultaba trascendental separar el problema bancario de la conducción de la política monetaria. El costo de esto fue atroz. De un nivel de 16% en diciembre de 1994 las tasas llegaron hasta 86% en marzo de 1995. Y según los autores esto demostró al mercado la “resolución de las autoridades monetarias para cumplir con su objetivo”. Los resultados fueron ya de todos conocidos, se dio un ajuste fiscal fuerte, se eliminó el déficit de cuenta corriente, y la economía con todas sus consecuencias cayó en 6% ese año.

¿Cómo avanzó México en un programa de estabilización macroeconómica en medio de un esquema de libre flotación? Gracias – según ellos- a que se aplicó un marco económico consistente a pesar de no tener experiencia en un régimen de flotación.

La política monetaria para 1995 marcaba los siguientes principios generales. Publicado en enero de ese año, el banco central planteó los siguientes objetivos y por primera vez metas cuantitativas para evaluar la política monetaria del banco central en un intento desesperado por recuperar la mermada confianza de los agentes financieros.

Pese a la adopción del régimen de flotación y en donde se supone el banco central no interviene en el mercado de cambios, creó una ventanilla especial para el pago de los Tesobonos para aislar su influencia del mercado cambiario con los

---

<sup>96</sup> “México’s monetary policy framework under a floating exchange regime” Carstens y Werner, Documentos de investigación del Banco de México no. 9905

recursos de las reservas y del paquete de apoyo económico del gobierno de los Estados Unidos y del FMI.

Dado que no se esperaba poder cambiar el régimen de flotación, pues no había “elementos para utilizar otro supuesto, ya que la escasez de reservas y diversos factores de incertidumbre impiden por ahora adoptar un régimen cambiario diferente”<sup>97</sup>.

Se impuso un límite al crecimiento del Crédito Interno Neto del banco central – aún y cuando en otros países se usaba más las señales al mercado- ello porque según el banco “la presente crisis de confianza en la moneda nacional determina la conveniencia de que el banco central adopte una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo puede hacer imponiéndose un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año”<sup>98</sup>.

El 4 de enero de ese año, el Banco de México informó a la opinión pública sobre su propósito de fijar un límite de 12 mil millones de nuevos pesos para el crecimiento de su crédito interno neto en 1995. Sin embargo, a la luz de proyecciones más precisas sobre la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero de curso legal, la Junta de Gobierno decidió disminuir dicho límite – valor máximo- a 10 mil millones de nuevos pesos. Lo que según ellos resultaba compatible con el crecimiento previsto del PIB real, de 1.5%, y con una inflación que no debiera exceder de 16% en promedio para el año y de 19% medida de diciembre a diciembre y un tipo de cambio promedio de 4.5 pesos por dólar.

Asimismo, el Banco de México se comprometió a informar mensualmente sobre la evolución del crédito primario, así como sobre el flujo neto de los financiamientos que la propia institución reciba del extranjero con propósitos de regulación cambiaria.

En cuanto a la inflación, se establecieron “metas de estabilización del nivel general de precios”. Ello con el fin de que los agentes económicos tomaran esas metas como referencia para sus pronósticos sobre el aumento futuro del nivel general de los precios. Se buscaba facilitar con ello la compleja tarea de tomar decisiones cuyos efectos se extienden a través del tiempo y por otro lado para que el propio Banco de México pudiera determinar sus acciones de política monetaria.

El objetivo de corto plazo fue que la inflación de diciembre de 1994 a diciembre de 1995 no fuera mayor de 19 por ciento y aseguró que el Banco actuaría “en la forma que corresponda a fin de coadyuvar a lograr la meta indicada”.

Se pusieron también un objetivo de Mediano Plazo y establecieron que para diciembre de 1996 la inflación sería inferior al 10% anual para, posteriormente,

---

<sup>97</sup> Programa de Política Monetaria para 1995. Enero de 1995 Banco de México.

<sup>98</sup> Programa de Política Monetaria para 1995. Enero de 1995 Banco de México

continuar el proceso de convergencia de la inflación en el país con la que se observa en los países que son los principales socios comerciales de México.

Y en el largo plazo se impusieron una tasa de inflación anual entre 0 y 3 por ciento. "Según el consenso internacional, las tasas de inflación comprendidas en ese rango, son las que pueden ser calificadas como correspondientes a una situación de estabilidad del nivel general de los precios. Ello, dada la sobreestimación que dichos índices hacen del ascenso de los precios, en virtud de que no toman en cuenta cabalmente la mejoría de la calidad de los productos, además de adolecer inevitablemente de otros problemas técnicos conducentes a tal sobreestimación"<sup>99</sup>.

Y acotó que "el tiempo en que se pueda llegar a las metas de mediano y largo plazo dependerá en gran medida de la congruencia con que se instrumenten los distintos aspectos de la política económica, incluyendo los encomendados al banco central. Dicha congruencia también será determinante para que el abatimiento de la inflación no implique costos innecesarios en términos de crecimiento económico y de empleo".

En síntesis, en 1995 el límite al crédito interno neto sería de 10 mil millones de pesos y la meta de inflación sería de 19%.

Sin embargo, ya para marzo las circunstancias económicas cambiaron el panorama de las autoridades financieras. Entre enero y marzo, la incertidumbre entre los inversionistas había aumentado con efectos más que negativos en los mercados cambiario, bursátil y financiero: la caída de la actividad económica, el aumento de las tasas de interés y la depreciación del tipo de cambio.

En marzo fue necesario reforzar el acuerdo económico y en realidad es aquí donde realmente se adoptó un serio plan de ajuste integral en donde destacó el aumento de la tasa del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y algo muy importante es que se anunció que "el problema de las instituciones de crédito se resolvería a través de esquemas y estrategias específicas para sanear al sistema bancario y apoyar a los deudores, y que los costos de dichos esquemas serían absorbidos por los accionistas de los bancos y el gobierno federal a lo largo de hasta treinta años"<sup>100</sup>. Ello, para que según aseveró el Banco de México en su informe anual, la política monetaria se pudiera concentrar en la lucha contra la inflación y afirmar con ello su papel como ancla nominal de la economía.

Así, en el corto plazo, la política monetaria se concentró en reducir la volatilidad y depreciación del tipo de cambio, para estabilizar la economía y pese a la mayor presión inflacionaria el banco ratificó el límite de 10 mil millones de pesos al

---

<sup>99</sup> Programa de Política Monetaria para 1995. Enero de 1995 Banco de México

<sup>100</sup> Informe Anual 1995 del Banco de México pág.71

crecimiento del crédito interno neto, pero la meta de inflación pasó de 19% a 42 por ciento. El Banco lo justificó así:

"...la ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero, volviendo innecesario que su monto aumentara más de lo programado"<sup>101</sup>. Y advirtió que un mayor incremento de los medios de pago, como algunos proponían entonces, concomitante con la tasa de inflación esperada, hubiera dado lugar a que ésta fuera todavía mayor.

Pero hubo una medida adicional e importante. En ese año, para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, en el mes de marzo el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de Encaje Promedio Cero, de donde después se implementarían los conocidos cortos y largos.

Mediante dicho esquema, estableció el instituto emisor, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, tendrían que ser compensados, dentro de plazos mensuales medidos dos veces al mes, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto.

El incumplimiento, explicó, de algún banco con la condición descrita, lo hacía acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa equivalente a cuatro veces la tasa vigente de Cetes. Pero para agosto de 1995 afinaron este mecanismo, y establecieron que el cumplimiento con la condición de saldo promedio por lo menos igual a cero, debiera producirse cada 28 días en la misma fecha para todas las instituciones, además de que la tasa penal sería de dos veces la tasa vigente de Cetes.

Asimismo, se impusieron límites a los saldos positivos de las instituciones de crédito computables para el promedio mensual.

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, tuvieron una gran importancia sobre el manejo de la política monetaria. Gracias a estos dos nuevos esquemas, la política monetaria dejó de actuar a través de las tasas de interés y se enfocó al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos.

"Al perseguirse metas cuantitativas, una resultante son las variaciones de las tasas de interés. En las circunstancias por las que atravesaba la economía mexicana, dicha política implicaba menores riesgos que otras en las que el banco central debe "adivinar" el nivel conveniente de las tasas de interés"<sup>102</sup>.

---

<sup>101</sup> Informe Anual 1995 del Banco de México pág.72

<sup>102</sup> Informe Anual 1995 del Banco de México pág.75

A la par, otras medidas se adoptaron:

1) Modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez. En el pasado, el Banco de México con frecuencia fijaba las tasas al operar en corros, o influía directamente sobre ellas al señalar sus niveles máximos o mínimos aceptables en las subastas. En la actualidad, las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre.

2) Reforma al sistema de pagos. En virtud de esta reforma, se limitó el acceso de los bancos comerciales al crédito del Banco de México en el transcurso de una misma jornada. Además, dicho crédito quedó condicionado a la constitución de garantías.

3) Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de Tesobonos en moneda extranjera, para disminuir la volatilidad cambiaria.

4) Impulso a los mercados de futuros y opciones del peso mexicano, con el fin de reducir los riesgos cambiarios a que están expuestos los exportadores – principalmente- y quitarle presiones al mercado cambiario al contado. Y además se les facultó a los bancos para que pudieran realizar estas operaciones y se expidieron las disposiciones necesarias para facilitar la operación de un mercado de futuros de pesos mexicanos en la “Chicago Mercantile Exchange”, del cual -y no sin críticas- sus transacciones comenzaron a realizarse en abril.

5) Liquidación anticipada de reportos sobre valores gubernamentales. Con el fin de reducir la frecuencia de las operaciones de sustracción e inyección de fondos al mercado de dinero que realizaba el Banco de México y atendiendo a la preocupación que algunos intermediarios manifestaron con motivo del continuo vencimiento de financiamientos recibidos del instituto central, éste hizo varias ofertas en 1995 para la liquidación anticipada de reportos sobre valores gubernamentales. Conforme a lo anterior, el Banco de México adquiría en firme dichos títulos liberando a los respectivos intermediarios de pagar el precio y premio de los reportos que se saldaban anticipadamente. Esta liquidación anticipada de reportos no tuvo efectos monetarios, ya que prácticamente no implicó inyección o sustracción de liquidez.

6) Por último, se trabajó en una nueva política de información del Banco de México. Se ordenó publicar diariamente el saldo de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México a la apertura de la jornada, el de billetes y monedas en circulación y el programa de las operaciones de mercado abierto que conducirá el Instituto Central durante el día; reportar semanal y mensualmente, a partir de información preliminar, pero con no más de tres días hábiles de retraso, las cifras de los principales rubros del estado de cuentas del Banco, entre las que se encuentran la base monetaria, el crédito interno neto y las reservas

internacionales; y poner a disposición del público en general la amplia base de datos de este Instituto Central a través del sistema Internet.

“Esta política de información ha permitido reducir sustancialmente el rezago entre las fechas en que se conocen ciertas cifras y aquellas en las que normalmente se divulgan a través de medios impresos. Todas estas medidas han puesto al Banco de México en la vanguardia de los bancos centrales en cuanto a la información que se hace del dominio público y la oportunidad con la cual se divulga”<sup>103</sup>.

### **5.1.1 La transparencia obligada del Banco de México**

Pero la verdad detrás del giro de 180 grados en comunicación del Banco de México era otra.

El gobierno de los Estados Unidos como contraparte del apoyo financiero exigió al Banco de México con la finalidad de cumplir con el artículo IX del “Acuerdo Marco entre los Estados Unidos de América y México para la Estabilización de la Economía Mexicana” que obligaba a México y al Banco de México a proporcionar al Departamento del Tesoro, toda la información “razonablemente solicitada por el Departamento del Tesoro, que el Departamento del Tesoro considere necesaria para la revisión del Plan Financiero referido en el artículo V y para llevar a cabo las determinaciones referidas en los artículos VI y VII. Esta información deberá incluir, pero no será limitada, la información que México ha anunciado hará pública, como se señala en el Anexo D del presente Acuerdo.

El Anexo D establece la disponibilidad para el público de la información estadística del gobierno federal y del Banco de México. Establece que “Con la finalidad de cumplir con el compromiso de proporcionar información oportuna y en forma transparente, incluyendo información sobre sus operaciones y de estadísticas monetarias, el Banco de México anunció recientemente la siguiente decisión.

Aparte de las visitas obligadas y periódicas para revisar la información, quedaron establecidos los siguientes instrumentos de información pública:

1.- El Banco de México comenzará a publicar semanalmente a partir de mediados de marzo de 1995, sus principales recursos y obligaciones (con base en activos y pasivos brutos, con un rezago de dos a tres días) de acuerdo con la siguiente presentación:

---

<sup>103</sup> Informe Anual 1995 del Banco de México pág.78

ACTIVOS	PASIVOS
Activos Internacionales	Pasivos Internacionales **
Crédito al Gobierno	Instituciones financieras internacionales
Crédito a Intermediarios financieros	Autoridades financieras del extranjero
Tenencia de valores gubernamentales*	Otros pasivos
Otros	Base Monetaria
	Billetes y monedas en circulación
	Depósitos bancarios
	Depósitos gubernamentales en cuenta corriente
	Otros

\*Neto de depósitos de regulación monetaria

\*\* Los pasivos internacionales para regulación cambiaria se reportarán trimestralmente en forma separada.

2.- El Banco de México continuará con su política de publicar su balance mensual en los diarios de circulación nacional.

3.- El Banco de México ampliará el contenido de su más reciente publicación sobre datos oportunos mensuales, para incluir información sobre los valores gubernamentales en circulación y operaciones de Fobaproa. Estos datos se darán a conocer unos cuantos días después del cierre de mes.

4.- El Banco de México actualmente da a conocer datos preliminares mensuales referentes a estadísticas monetarias con rezago aproximado de 25 días. Se harán esfuerzos para reducir este retraso de una semana.

5.- El Banco de México presentará las variaciones en sus activos internacionales netos, la base monetaria, y los activos internos netos, de acuerdo a la definición metodológica del FMI, en forma trimestral, con un rezago de una semana.

6.- Asimismo, se realizará un esfuerzo para reducir el retraso actual de las series contenidas en Indicadores Económicos, publicación mensual del Banco de México. Dicha publicación contiene información definitiva sobre los agregados monetarios más amplios, ingresos y gastos del gobierno, operaciones de endeudamiento del sector público, operaciones de la banca de desarrollo y estadísticas de comercio exterior y de balanza de pagos. Los suscriptores a esta publicación tienen acceso a esta información en diskettes de micro-computadora. Asimismo, estas series estadísticas estarán disponibles en breve en el sistema de Internet.

7.- El 10 de marzo, el Banco de México dará a conocer un calendario de las fechas periódicas durante el año en que se dará a conocer información económica específica.

8.- La secretaría de Hacienda y Crédito Público publicará – con un retraso que no exceda de 45 días – información preliminar de ingreso-gasto y operaciones de endeudamiento del sector público, así como de las operaciones de banca de desarrollo.<sup>104</sup>

Al final, el Banco de México publicó en marzo y en forma revisada en julio de 1995, un calendario al cual se sujeta la difusión y publicación de su información.

A manera de ejemplo para ilustrar este esfuerzo, cabe señalar que en 1995 el Banco de México publicó 142 boletines de prensa, cifra que se compara con 51 el año previo.

---

<sup>104</sup> Acuerdo marco entre los Estados Unidos de América y México para la Estabilización de la Economía Mexicana. Año I. No. 12 Comisión Permanente de la Cámara de Diputados. Febrero 27 de 1995. Pág. 490

Cuadro 1  
**CALENDARIO DE PUBLICACIÓN DE INFORMACIÓN  
 DEL BANCO DE MÉXICO**

<p>1. Principales Renglones del Estado de Cuentas del Banco de México  (Cifras semanales preliminares)</p>	<p>Se publica en el Diario Oficial de la Federación una versión preliminar simplificada de los principales rubros de los activos, pasivos y capital contable de la Institución, con cifras al cierre de cada viernes dentro de los tres días hábiles siguientes. Esta información también se divulga mediante un boletín de prensa.</p>
<p>2. Estado de Cuentas Consolidado del Banco de México  (Cifras mensuales)</p>	<p>Se publica mensualmente el Estado de Cuentas Consolidado del Banco de México en diarios de circulación nacional de acuerdo con los lineamientos establecidos en su Reglamento Interior<sup>1</sup>. Dicha presentación es congruente con la semanal, además de incluir un mayor desglose.</p>
<p>3. Base monetaria, monto neto esperado de cargos y abonos en la cuenta corriente de las instituciones de crédito, y datos sobre la intervención en el mercado de dinero. (cifras diarias)</p>	<p>Se difunde diariamente, en el transcurso de la mañana, la base monetaria (saldo de billetes y monedas en circulación y el saldo neto de la cuenta corriente en moneda nacional de las instituciones de crédito en el Banco de México) al cierre del día hábil inmediato anterior; monto neto de los cargos y de los abonos que el Banco de México espera asentar en la cuenta corriente de las instituciones de crédito por concepto de operaciones previamente concertadas con ellas por transacciones del Gobierno Federal o por movimientos de billetes y monedas; monto y signo de la intervención en el mercado de dinero por parte del Banco de México.</p>

<sup>1</sup> El Reglamento Interior del Banco de México establece que el Balance correspondiente al cierre del año deberá presentarse a un auditor externo dentro de los 30 días hábiles posteriores al fin del año; el auditor cuenta con 30 días hábiles adicionales para revisar y dictaminar el Balance, el cual será publicado 5 días hábiles después de que sea aprobado por la Junta de Gobierno del Banco. Los Estados de Cuentas Consolidados de cada mes deben publicarse dentro de los siguientes 20 días hábiles después de finalizado el mes en cuestión, con la excepción de los correspondientes a los meses de enero, febrero y marzo, los que se publicarán a más tardar durante los 15 días hábiles posteriores a la publicación del Balance anual.

4. Estadísticas Monetarias (Cifras mensuales preliminares)	El Banco de México publica el día 20 de cada mes <sup>2</sup> información preliminar sobre agregados monetarios y actividad financiera, que incluye M1, M4, captación integral, financiamiento de la banca comercial y tasas de interés.
5. Boletín de prensa sobre el crédito interno neto del Banco de México, reserva internacional y base monetaria, circulación de valores y operaciones del Banco de México con FOBAPROA.  (cifras mensuales).	Esta información se reporta un día hábil después del cierre de cada mes.
6. Indicadores Económicos	La información que el Banco de México ha venido publicando tradicionalmente en <i>Indicadores Económicos</i> está disponible al público, a partir del día 4 de cada mes en medios magnéticos (diskette de microcomputadora), y a partir del día 12 de cada mes en forma impresa.
7. Indicadores Económicos en INTERNET	A partir de agosto, está disponible al público a través del sistema INTERNET una parte importante de los indicadores económicos elaborados por el Banco de México. Esta base de datos se actualiza diariamente con base en la información disponible.

<sup>2</sup> En caso de que el día 20 de algún mes sea de asueto, se publicarán las cifras el día hábil inmediato siguiente.

Entre marzo y septiembre de 1995 se observó un periodo de estabilización de las principales variables económicas. Sin embargo, llegado septiembre se elevó la cartera vencida de los bancos, lo que hizo dudar sobre la salud de las instituciones financieras y la suficiencia de los programas de rescate.

A fines de agosto, se dio a conocer la caída del PIB de 10.5%, cifra del segundo trimestre. Por si fuera poco, cayó otra sospecha sobre el Banco de México, ya que en septiembre las tasas de interés comenzaron a bajar y se observó una depreciación fuerte de la moneda lo que hizo creer a muchos que el banco estaba relajando su política, cosa que negó.

Y se sumaron rumores "insidiosos de índole política con la decisión de múltiples inversionistas del extranjero de retirar recursos de México, motivados -entre otros

factores- por su práctica de reducir o eliminar a fin de año su exposición cambiaria<sup>105</sup>.

Como se recordará, en esas fechas se corrió fuerte el rumor de que el presidente Ernesto Zedillo renunciaría a la presidencia. Ante estos hechos, el Banco de México decidió intervenir, argumentando que esos factores no correspondían a las "condiciones fundamentales de la economía"<sup>106</sup>. En noviembre, en dos ocasiones, el banco de México vendió 300 millones de dólares. En diciembre intervino otras dos veces, vendiendo 205 millones de dólares en el mes.

Sin embargo, estas intervenciones no estabilizaron por sí mismas el mercado cambiario, el banco central propició una alza en las tasas de interés, que fue más que suficiente para estabilizar el mercado. Entre octubre y noviembre la tasa de Cetes a 28 días pasó de 40.3% a 53.2%, para cerrar en diciembre con 48.6%.

Y para cerrar ese año, el Banco de México prestó al Fobaproa sus primeros 37 mil 975 millones de pesos y al **Fameval** 1 mil 983 millones, y los esterilizó reduciendo la misma cantidad de crédito a los intermediarios financieros, o por depósitos del mismo Fobaproa o de los bancos en el banco central.

Al final del año, el Banco de México no cumplió con las metas establecidas (ver cuadro) o bien las sobrecumplió.

---

<sup>105</sup> Informe Anual del Banco de México 1995, pág.83.

<sup>106</sup> Informe Anual del Banco de México 1995, pág.84.

## Los Resultados Económicos y Monetarios de 1995

Concepto	Programado	Cambios	Inicio 95	Cierre 95
	Dic94/Ene 95	Mar-95		
<b>Crecimiento</b>	1.5%		3.5%	-6.9 %
<b>Tipo de Cambio</b>	4.5 pesos	6.00 pesos		6.41 pesos
<b>Tasa de Interés</b>	0	0	37.3%	48.6%
<b>Inflación</b>	19%	42%	10.23%	51.97%
<b>Reservas Internacionales</b>	0	0	5,913.7 mdd	15,741mdd
<b>Activos Internacionales Netos</b>	2,824 mdd		1,028 mdd	63 mdd
<b>Crédito Interno Neto</b>	<12,000 mdp	<10,000 mdp	24,196 mdp	-53,492 mdp
<b>Base Monetaria</b>			51,870 mdp	60,670 mdp
<b>Balanza de Pagos</b>				
<b>Cuenta Corriente</b>	14,000 mdd		-29,419.4 mdd	-654.3 mdd
<b>Cuenta de Capital</b>			14,584.2 mdd	15,112.0 mdd

Elaboración propia, con información del Banco de México y del Paquete Económico entre México y Estados Unidos

Las expectativas sobre el desempeño positivo de la economía no se cumplieron y los ajustes fueron más fuertes de lo esperado con la finalidad de estabilizar las principales variables financieras.

En lo que se refiere a la política implementada por el banco central cabe mencionar los siguientes aspectos:

El Crédito Interno Neto no sólo no creció, sino que se disminuyó casi 80 mil millones de pesos con el argumento de que las Reservas Internacionales habían aumentado. Lo anterior, porque una vez que se hizo la programación de crecimiento del Crédito Interno Neto, el banco central no contemplaba la acumulación de reservas. "México aún no contaba con apoyos externos y se acaba de adoptar un régimen de flotación".<sup>107</sup> Y en consecuencia se fijó el crecimiento de Crédito Interno Neto con base en el aumento deseable de la base monetaria<sup>108</sup>.

Pero la inclusión de las reservas internacionales en el paquete de apoyo financiero "obligó" al banco central a disminuir el crédito interno neto en 87 mil 562 millones de pesos.

<sup>107</sup> Informe Anual del Banco de México 1995, pág.86

<sup>108</sup> Recordemos que Crédito Interno Neto es la diferencia entre la Reserva Internacional y la Base Monetaria

Todavía este año el crédito interno neto era la diferencia entre la base monetaria y las reservas internacionales, que estaban compuestas en su mayoría por los pasivos con el Fondo Monetario Internacional.<sup>109</sup>

Para explicar la evolución del crédito interno neto, el banco central desglosó el desempeño en 1995 tanto de la base monetaria como de la reserva internacional.

La base monetaria- billetes y monedas en circulación más depósitos a la vista- aumentó 9 mil 874 millones de pesos, de donde los billetes y monedas comprenden casi el 90% de la base monetaria, más cuando con un sistema de encaje promedio cero, los bancos no requieren tener depósitos en el banco central.

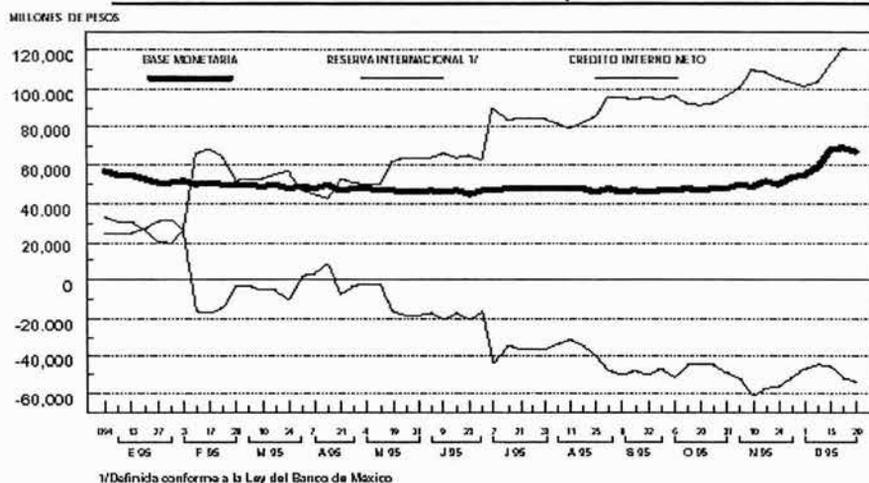
Como se sabe, el desempeño de la demanda de billetes y monedas es estacional. A principios de año se contrae y en los periodos de vacaciones y navideños aumenta. En 1995, el banco central se limitó a satisfacer esa estacionalidad y justificó su política contraccionista con el siguiente argumento:

“Si por factores estacionales disminuye la demanda de base, el Banco de México debe contraer su crédito interno neto, lo que puede no ser necesario si en el mismo periodo disminuyen los activos internacionales netos. De otra manera, la referida disminución de la demanda daría lugar a un exceso de oferta de dinero, que se traduciría en presiones cambiarias y, ulteriormente, en una escalada de inflación”.

---

<sup>109</sup> Para 1996 se creó la definición de Activos Internacionales Netos, que eran las reservas internacionales menos los pasivos con organismos internacionales, principalmente el FMI.

## Base Monetaria Saldo en millones de pesos



Un hecho destacado es que a lo largo de 1995 la base monetaria no se comportó como en otros años, sino que se mantuvo casi estable durante todo el año. Pero el banco central negó que ello hubiera sido consecuencia de su política monetaria.

“Debe quedar claro que tal contracción del crédito primario no está dirigida a crear una estrechez monetaria, sino que mediante esta acción sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés”.

“Por otro lado, si se observa una mayor demanda de billetes y monedas por factores estacionales, el instituto central debe atenderla, ya que de lo contrario estaría generando una astringencia innecesaria de liquidez, lo que redundaría en aumentos de las tasas de interés y en una contracción del gasto. Así, en la medida en que el banco central se limite a satisfacer la mayor demanda de base, no estaría relajando la política monetaria”<sup>110</sup>.

Y explicó que la caída del saldo de los billetes y monedas en circulación en el periodo enero-noviembre fue mayor y más prolongada que las observadas en los años anteriores durante iguales lapsos. Esto, en razón de que en el periodo considerado influyeron otros factores además de la estacionalidad, que dieron lugar a una menor demanda de dichos medios de pago.

Así, se verificaba la débil actividad económica y el gran aumento de las tasas de interés; la caída de los salarios reales y el aumento del desempleo.

<sup>110</sup> Informe Anual del Banco de México 1995 pág.86

Como ejemplo, sirva citar que la masa salarial correspondiente a la industria manufacturera cayó 29.1% en diciembre de 1995 en términos reales con respecto a su nivel del mismo mes del año anterior.

En diciembre, se observó un aumento de esta base mucho mayor al esperado porque, ese mes el gobierno federal realizó pagos derivados de PROCAMPO por un total mayor de 2 mil 900 millones de pesos, monto superior al esperado para dicho periodo y al registrado en diciembre de 1994.

Y también a que el 25 de diciembre de 1995 y el primero de enero de 1996 cayeron en lunes, por lo que los últimos dos "fines de semana" del año fueron de tres días.

Fue, en consecuencia, que la mayor demanda estacional de billetes y monedas a finales de 1995 contribuyó a que la base monetaria aumentara en el año cerca de 10 mil millones de pesos. Esta situación, en ausencia de los incrementos de la reserva internacional ocurridos en el transcurso del año, hubiera dado lugar a una elevación del crédito interno neto prácticamente igual a su límite para el año.

En lo que se refiere a los demás agregados monetarios, todos registraron caídas en sus saldos al cierre de 1995 o bien se sustituyeron unos por otros ante el gran aumento de las tasas de interés.

### **5.1.2 El Financiamiento Interno Neto**

De destacar es el saldo del financiamiento interno neto total canalizado a los sectores público y privado a través de la banca y mediante la colocación de valores, que en ese año se redujo 23.6% en términos reales.

Es decir, que el financiamiento interno total como proporción del PIB se contrajo en 8.7 puntos porcentuales, con lo que al fin de diciembre de 1995 dicha relación fue similar a la observada a mediados de 1993.

Por su parte, el financiamiento interno neto canalizado al sector privado cayó 18% en términos reales. El financiamiento bancario extendido a dicho sector, que se clasifica como cartera vigente, decreció 20.5% en términos reales durante 1995, mientras que el saldo de la cartera vencida aumentó 21 por ciento.

Los factores que afectaron este comportamiento fueron tanto de oferta como de demanda: la drástica caída del financiamiento externo que sufrió el país; faltantes de capital de los bancos comerciales; percepción de una menguada capacidad de pago de potenciales deudores por parte de las instituciones de crédito; escaso financiamiento a través de fuentes no bancarias.

Asimismo, la propia demanda de crédito por parte de los agentes económicos se desplomó en el transcurso del año por lo siguiente:

La caída de los salarios reales, el mayor nivel de desempleo y la poca seguridad de muchas personas en cuanto a la conservación de su trabajo; la caída de las ventas y los ingresos reales de la mayoría de las empresas, el elevado nivel de endeudamiento de un número significativo de personas y empresas; gran incertidumbre sobre el comportamiento futuro; el alto nivel de las tasas de interés.

Pero además el Banco de México se dio el lujo de afirmar lo siguiente:

“Es pertinente mencionar que la reducción en el financiamiento interno en términos reales canalizado al sector privado no es del todo malo. Como ya se ha mencionado en otras partes de este informe, un factor contribuyente a la considerable caída del PIB real durante 1995 fue el sobreendeudamiento de las familias y las empresas. La mencionada reducción en el financiamiento interno al sector privado precisamente refleja en parte el hecho de que dichos agentes económicos han estado abatiendo su sobreendeudamiento, lo cual coadyuva a sentar las bases para recuperar el crecimiento económico acelerado y sostenible”<sup>111</sup>

### 5.1.3 La reserva internacional en 1995 (la creación de la nada)

En lo que tocó al otro componente del crédito interno neto: la reserva internacional, estas fueron no sólo de cero sino hasta negativas sobre todo en lo más agudo de la crisis. Las mismas se reconstituyeron con el paquete de apoyo financiero de FMI y de los Estados Unidos.

Fecha	Reserva Internacional 1995 (millones de dólares)	Activos Internacionales Netos
Enero	3483	1028
Febrero	8978	-1380
Marzo	6850	-3887
Abril	8705	-1765
Mayo	10438	330
Junio	10082	-446
Julio	13867	1741
Agosto	15073	1859
Septiembre	14699	2554
Octubre	13496	669
Noviembre	13594	838
Diciembre	15741	63

Nota: Activos internacionales netos: La reserva bruta del Banco de México, más los créditos a bancos centrales a más de seis meses, menos los débitos por parte de bancos centrales a menos de seis meses y menos los pasivos con el FMI más tenencias de oro.<sup>112</sup>

<sup>111</sup> Informe Anual del Banco de México 1995 pág.121

<sup>112</sup> Programa de Política Monetaria para 1996 pág.24

Claro quedó desde este informe anual que el Banco de México no estaba interesado en la promoción del crecimiento. "Una de las principales lecciones que se derivan tanto de la experiencia internacional, como de la propia, es que la política monetaria no tiene la capacidad para estimular el crecimiento y el empleo. Por el contrario, los periodos de crecimiento rápido y prolongado del PIB han estado asociados a una inflación baja. Cuando se ha buscado acelerar el crecimiento y aumentar el empleo mediante la aplicación de políticas expansivas, el impacto positivo acaso logrado ha sido efímero y su único resultado duradero han sido mayores niveles de inflación y a la postre recesión"<sup>113</sup>.

Argumentó que en las circunstancias de 1995 si se hubiera modificado la política y se generara una mayor oferta de dinero, no produciría mayor crecimiento. Dicha política tendría un impacto adverso e inmediato sobre las expectativas de los agentes económicos. En tal caso, el resultado más probable de corto plazo no sería un nivel de actividad más elevado, sino fugas de capital, depreciación del tipo de cambio, aumento de las presiones inflacionarias y elevación de las tasas de interés.

Así, el instituto central insistió en la necesidad de promover reformas estructurales en sectores productivos como ferrocarriles, puertos y aeropuertos, telecomunicaciones, transportación y distribución de gas natural, y administración de pensiones. El alcance de la política monetaria es en este caso limitado.

## **5.2 1996 La política monetaria en la búsqueda de la estabilización financiera.**

El año de 1996 fue el año donde se comenzaron a cosechar los resultados del tremendo ajuste de 1995. Las cifras del crecimiento fueron más alentadoras y las variables financieras comportaron de manera más estable este año.

Este año el Programa de Política Monetaria dado a conocer por ley a principios del mes de enero estableció los siguientes principios: el mantenimiento del régimen de flotación, más la profundización en la elaboración de los esquemas de cobertura cambiaria iniciados en 1995 y la intervención a discreción del Banco de México con el fin de "evitar situaciones de extrema volatilidad del tipo de cambio o ganar reservas."<sup>114</sup>

Todo con el interés de alcanzar una inflación anual de 20.5% cuando había cerrado en 51.97% en 1995 y llegar a un crecimiento del 3 por ciento.

Entonces el banco central reiteró un límite al crecimiento del crédito interno neto para seguir ganando confianza entre el público a fin de que convergieran las expectativas de inflación del mercado con las del Banco de México. Hay que

---

<sup>113</sup> Informe Anual del Banco de México 1995 Pág. 128

<sup>114</sup> Criterios Generales de Política Económica para 1996 pág.19.

destacar que aquí el Banco de México redefinió el concepto de crédito interno neto. Es decir, dejó de considerar los préstamos del FMI y del gobierno de Estados Unidos como parte de los activos internacionales netos y consideró sólo la acumulación de reservas vía compra de dólares a PEMEX, a CFE o a otros agentes, para tener una visión real de cómo se recuperaban estos activos.

Así, el concepto de “variación del crédito interno neto” se definió de manera formal como la variación de la base monetaria menos la variación de los activos internacionales netos. Por estos últimos se entiende el resultado de restar a los activos internacionales brutos, los pasivos del Banco de México a favor del Fondo Monetario Internacional (FMI).

En ese entonces el banco central advirtió que las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación y el monto del crédito interno no se vería afectado cuando el Banco de México recibiera o amortizara financiamientos del FMI.

Los activos internacionales netos sólo variarán como resultado de las transacciones cambiarias que el Banco de México lleva a cabo con el sector público (Gobierno Federal y PEMEX, principalmente) y de las intervenciones que el instituto central llegue a efectuar en el mercado cambiario.<sup>115</sup>

-Los límites anual y trimestral del Crédito Interno Neto

Este año el banco central instrumentó dos cambios con el fin de ganar la confianza del público. No sólo dio a conocer el límite anual al crédito interno neto, sino también acompañó este anuncio con límites trimestrales.

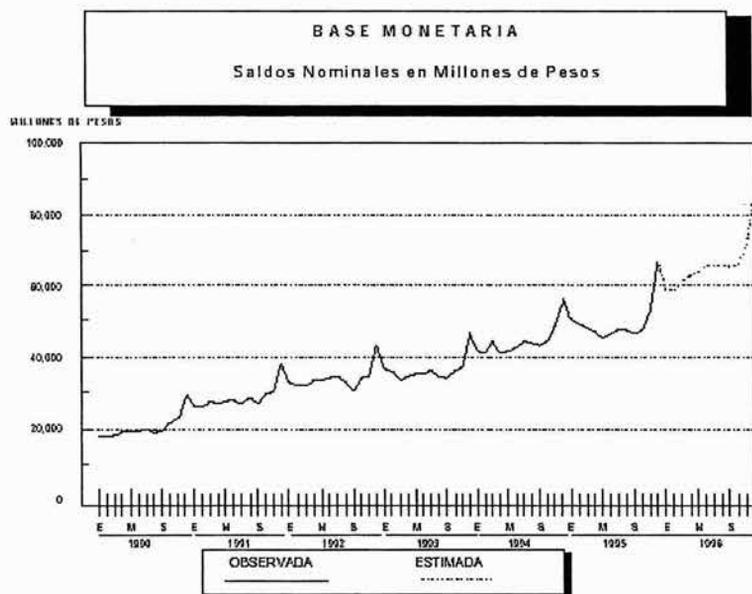
En 1996, el Banco de México esperó una mayor demanda de base monetaria, debido a que la baja en la inflación y las tasas de interés disminuía el costo de mantener dinero líquido. La autoridad monetaria pronosticó -con base en el crecimiento económico, inflación y masa salarial- un aumento de 18 mil millones de pesos, aproximadamente un 27% de incremento en la base monetaria al cierre del año.

---

<sup>115</sup> Esta afirmación tiene una sola excepción por cuanto al pago, por 1,458 m.d., que el 29 de enero de 1996 se hizo a las

autoridades financieras de los Estados Unidos y al Banco de Canadá de los apoyos recibidos por el Banco de México. Dicho

pago implica una disminución de los activos internacionales netos.



El Banco de México acotó que el hecho de que la tasa de crecimiento esperada para ese agregado monetario (27 por ciento) sea superior a la resultante de combinar el crecimiento real del PIB con la inflación proyectada, implica una remonetización aproximada de 2.4 por ciento. Si la remonetización esperada para 1996 se calcula a partir del saldo ajustado de cierre de la base monetaria en 1995 (63,000 m.p.), aquélla resulta de 3.7%.

### 5.2.1 El modelo para el cálculo de la demanda de dinero

Respecto a esto último vale la pena hacer un apartado sobre el cálculo de la demanda de dinero para México. El año 1996, para recuperar la confianza de los agentes del mercado, el Banco de México también dio a conocer su modelo de demanda de dinero<sup>116</sup>.

En este trabajo se establece que cuando el régimen cambiario es de flotación libre, una expansión del crédito interno neto del banco central también crea un excedente de oferta de dinero al nivel inicial de precios. Dicho excedente llevaría al público a incrementar sus adquisiciones de bienes, servicios y activos financieros, principalmente del exterior si la expansión monetaria en exceso crea expectativas devaluatorias. La presión así generada sobre la cuenta corriente y la cuenta de capital de la balanza de pagos se traduciría en una depreciación del tipo

<sup>116</sup> “La demanda de dinero en México”, de Fernando Román Aguilar y Abraham E. Vela Dib. Documento de Investigación No. 9602. Junio, 1996 Banco de México

de cambio nominal, que ocasionaría un aumento en los precios internos de los bienes comerciales.

Asimismo, las mayores expectativas inflacionarias incidirían sobre el precio de los bienes no comerciables. Este proceso continuaría hasta que el tipo de cambio, las tasas de interés y el nivel general de precios hubiesen aumentado lo suficiente para ajustar la oferta real de dinero a la demanda real por éste.

Así, en una economía abierta con tipo de cambio flexible una política monetaria expansionista redundaría indefectiblemente en mayores tasas de inflación, un tipo de cambio más depreciado y tasas de interés elevadas. En cambio, una política monetaria neutral, orientada a satisfacer la demanda por dinero congruente con un objetivo inflacionario dado, no presionaría el ritmo de crecimiento de los precios, ni afectaría directamente al tipo de cambio y a las tasas de interés.

Los autores acotan que en el caso de México la base monetaria es prácticamente coincidente con el monto de los billetes y monedas en circulación, toda vez que los bancos, en su conjunto, no mantienen saldos a su favor en las cuentas corrientes que el Banco de México les lleva. Por su parte, como en todos los demás países, la demanda de billetes y monedas se caracteriza por pronunciadas variaciones estacionales.

Para que estas fluctuaciones estacionales de la demanda de billetes y monedas no se traduzcan en enormes y dañinos altibajos de las tasas de interés, el banco central debe manejar su propio crédito en ocasión de las variaciones estacionales señaladas. Si por factores estacionales disminuye la demanda de base monetaria, el banco central debe contraer su crédito interno. De otra manera, la referida disminución en la demanda monetaria daría lugar a un exceso de oferta de dinero, que se traduciría en presiones cambiarias y, ulteriormente, en mayor inflación.

Debe quedar claro que tal contracción no está dirigida a crear una estrechez monetaria, sino que mediante esta acción sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés. Por otro lado, cuando tiene lugar una mayor demanda de base monetaria por razón de factores estacionales, el banco central debe atenderla, ya que de lo contrario estaría generando una astringencia innecesaria en la liquidez, lo que redundaría en mayores tasas de interés y una contracción del gasto.

Así, en la medida en que el crédito primario se limite a satisfacer la mayor demanda de base, no se estaría relajando la política monetaria. En suma, los movimientos estacionales de la base monetaria y del crédito del banco central no implican, en forma alguna, modificación en la postura de la política monetaria.

Luego de hacer una revisión sobre todos los modelos de demanda de dinero empezando desde el modelo cuantitativo hasta modelos muchos más elaborados y con más variables, el Banco de México afirma que los orígenes del estudio de la demanda de dinero se remontan a la teoría cuantitativa del dinero, la cual puede

ser representada en términos de la identidad o ecuación de cambio esbozada por Fisher:

#### MVPT

en donde M representa el acervo de dinero en circulación, V es la velocidad de circulación del dinero, P es un índice general de los precios y T representa al volumen de transacciones realizadas en una economía durante un cierto período. De acuerdo con esta identidad, la relación entre la cantidad de dinero en circulación y el valor nominal de las transacciones se define como la velocidad de circulación del dinero.

En adelante y ante las complejidades sobre los aspectos que hacen a un individuo preferir mayor o menor liquidez, los autores acotan que no necesariamente un modelo de demanda de dinero para México debe desecharse el uso de técnicas de regresión tradicionales, con las correspondientes pruebas de estabilidad, autocorrelación, y de significación de estimadores de los parámetros, para verificar la adecuación de los supuestos e hipótesis en que se basa la estimación empírica de la demanda de dinero.

Los investigadores del Banco de México comienzan con el establecimiento de un primer modelo estimado que considera a la demanda de dinero en términos reales, de manera que cualquier desajuste en los saldos reales provocado por variaciones en el nivel general de precios se corrige automáticamente mediante un ajuste de los saldos nominales demandados. Además, se supone que la cantidad real de dinero se ajusta gradualmente a la cantidad demandada por el público. Tomando en cuenta estos supuestos, el modelo de regresión lineal para la demanda de dinero es el siguiente:

$$m_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_t + \alpha_2 i_t + \alpha_3 m_{t-1} + \varepsilon_t$$

en donde  $m_t$  es la demanda de saldos reales expresada en logaritmos,  $y_t$  es el logaritmo de la variable de escala,  $i_t$  representa a la variable de costo de oportunidad,  $t$  es un término de error y el subíndice  $t$  se utiliza para representar las observaciones a través del período muestral.

Los agregados monetarios que se utilizaron como variable dependiente son los billetes y monedas en poder del público, M1, M2, M3 y M4. En el caso de M1, se utilizó al denominado M1bis para el período 1987-1992, el cual incluye las cuentas maestras netas.

Los modelos para cada uno de estos agregados se estimaron con información de periodicidad mensual, para lo cual se tuvo que resolver el problema de la carencia de información del PIB. En los primeros ejercicios de estimación se optó por utilizar al índice del volumen de la producción industrial como variable sucedánea del PIB. Sin embargo, el uso de dicho indicador arrojó resultados poco satisfactorios (por ejemplo, signos contrarios a los esperados en la variable de

escala) en las especificaciones empíricas de la demanda de dinero que fueron consideradas en este trabajo.

Los autores eso sí, acotan que en países como México, en los que un segmento importante de la población percibe un nivel bajo de ingresos, es de esperarse que el gasto de un sector importante de la misma se encuentre muy relacionado con el nivel y comportamiento de las remuneraciones salariales. Además, es bien conocido que las familias de bajos ingresos no tienen acceso al sistema bancario, o lo utilizan poco, por lo que realizan sus transacciones principalmente con billetes y monedas y hasta cierto punto efectúan su ahorro manteniendo "bajo el colchón" dichos medios de pago. De ahí la posible importancia de las remuneraciones salariales en la explicación de este agregado monetario.

Tomando en cuenta las consideraciones antes expuestas, se decidió incorporar el nivel de los salarios reales, las expectativas de devaluación y la incertidumbre como variables explicativas. El nivel de los salarios reales incluye sueldos, salarios y prestaciones (en esta última se incluyen los aguinaldos) por trabajador, en la mencionada industria, es decir, la masa salarial dividida por el número de trabajadores en activo.

Por otra parte, en virtud de que parece razonable esperar que las fluctuaciones en el nivel de ocupación afecten a la cantidad de billetes y monedas que son demandados por el público, también se consideró apropiado probar la inclusión de la primera diferencia del valor de la masa salarial de los trabajadores en activo. Dicha variable, explican los autores, permite combinar los efectos de las variaciones en el ingreso de los asalariados y las fluctuaciones en el empleo.

Asimismo, se optó por utilizar únicamente al valor contemporáneo de la tasa de inflación mensual como variable alternativa para medir el costo de oportunidad del dinero.

Adicionalmente, también se incorporaron al conjunto de variables explicativas las expectativas de depreciación cambiaria y otra variable que permite medir el grado de volatilidad de costo de oportunidad del dinero. La primera de estas variables corresponde a una medida de sobrevaluación (o subvaluación del tipo de cambio) y se definió como la discrepancia porcentual entre el promedio móvil de doce meses del índice de tipo de cambio real y el tipo de cambio real efectivamente observado.

En relación con la variable de volatilidad del costo de oportunidad de la demanda de dinero se construyeron dos medidas dependiendo de la variable utilizada para capturar dicho costo: la tasa de interés de los CETES a 28 días y la tasa de inflación.

Entre las conclusiones principales de los resultados de estimación, destacan las siguientes: (i) los billetes y monedas parecen ser el agregado monetario que muestra la mayor estabilidad a través del tiempo tanto en términos de su relación

con el valor nominal del PIB como en la especificación econométrica de su demanda, (ii) por tanto, la definición de dinero en términos de este agregado es probablemente la más adecuada para la elaboración e implementación de un programa monetario, (iii) su elasticidad con respecto a cambios en el nivel de ingreso es cercana a la unidad, (iv) la demanda por dicho agregado se explica en parte por el nivel de las remuneraciones reales, (v) basta con una especificación empírica relativamente simple de dicho agregado que incluye a variables como la tasa de interés, el valor real de la producción y alguna medida de los salarios reales, para obtener resultados de estimación razonables.

Con todo y modelo de demanda de dinero, el banco central hizo la siguiente observación en 1996:

“Todo pronóstico de la variación anual de la demanda por base tiene un margen de error, el cual tiende a ser más amplio en situaciones en las que las expectativas del público acerca de la inflación futura son inciertas. Los cambios en la velocidad de circulación del dinero resultan entonces difíciles de pronosticar. Debido a esta consideración, el Banco de México ha decidido no fijar el límite al crecimiento del crédito interno neto del instituto emisor de acuerdo con la variación esperada de la demanda de base, pues ésta trae implícita una remonetización, que pudiere no darse. Así, se ha considerado prudente fijar dicho límite en un monto menor, que no cubra una remonetización incierta.

Conforme a lo anterior, el límite al crecimiento del crédito interno neto se fijó en 15,000 m.p. Este monto se determinó combinando la tasa de crecimiento del PIB real esperada para 1996 (3%) con el objetivo de inflación anual para el mismo año (20.5 por ciento),- la combinación de ambas tasas produce una de 24.1%- y multiplicando el resultado por el cierre esperado del saldo de la base monetaria en diciembre pasado.

Respecto de esto último el banco central aclaró que si bien el saldo de cierre de la base monetaria en 1995 (66,809 m.p.) fue mayor al esperado (63,000 m.p.), dicha diferencia se revirtió ya durante enero. Por ello, el Banco de México no estimó conveniente hacer el ajuste correspondiente al límite establecido para el crecimiento del crédito interno neto en el año.

De resultar la demanda de base mayor que 15,000 m.p., el excedente sólo podrá ser acomodado mediante la acumulación de activos internacionales netos. Si se toma como referencia el aumento esperado de la demanda de base para 1996 (18,000 m.p.), sería previsible un incremento de los activos internacionales netos en el año por el equivalente en dólares de 3,000 m.p.

El Banco de México subrayó además que el límite al crecimiento del crédito del instituto emisor no representa una meta, sino un valor máximo. La elevación de dicho crédito será menor, si la expansión monetaria proveniente de la acumulación de activos internacionales lo permite.

Asimismo, aclaró que la acumulación previsible de los activos internacionales netos durante 1996, provendría de las transacciones cambiarias que el Banco de México realiza de modo habitual con el sector público (Gobierno Federal, Pemex y la banca de desarrollo) y, en su caso, de compras de divisas del instituto emisor en el mercado de cambios.

Aclaró que si se resolviera adquirir divisas en el mercado, el Banco de México lo haría por montos relativamente pequeños en cada día en que efectúe estas operaciones, a fin de no presionar al tipo de cambio de manera indeseable, ni dar señales que pudieran interpretarse en forma errónea por los agentes económicos. En todo caso, dichas compras no habrán de ejercer presión significativa sobre el tipo de cambio, pues para 1996 se anticipa un superávit de la cuenta de capitales.

Para ejecutar la política monetaria, el Banco de México consideró factores como la desviación de la base monetaria o bien la trayectoria del tipo de cambio. Pero destaca en ello la consideración de la Encuesta de Expectativas Inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.

Y además ofreció para generar más confianza el establecimiento de límites trimestrales al crecimiento del crédito interno neto; en donde se tomaron en consideración la acusada estacionalidad que tiene la demanda de billetes y monedas en circulación, las variaciones esperadas de los activos internacionales netos y un tipo de cambio promedio de 7.70 pesos por dólar.

<b>Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto en 1996 (Flujos efectivos acumulados en millones)</b>				
<b>Trimestre</b>	<b>Activos Internacionales Netos (dólares)</b>	<b>Base Monetaria Nuevos pesos *</b>	<b>Crédito Interno Neto Nuevos pesos</b>	<b>Nuevos pesos</b>
	1	2	3	3-2
<b>I</b>	-500	-3850	-5000 (a)	-1150
<b>II</b>	-350	-2695	-200 (a)	2495
<b>III</b>	-100	-770	-450 (a)	320
<b>IV</b>	390	3000	18000	15000

\*/ Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio que se aplique a las operaciones que las generen.

a/ Las cifras no reportan un pronóstico, sino una estimación de la caída mínima esperada de la base monetaria para las fechas señaladas.

Pero el Banco de México no quedó conforme, pues parecía que la acumulación de activos internacionales netos sería mayor, por lo que el aumento del crédito interno neto sería menor y presentaron un posible segundo escenario.

EVOLUCION POSIBLE DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS Y DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1996			
Flujos Efectivos Acumulados en Millones			
	ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS	BASE MONETARIA	CREDITO INTERNO NETO
	DOLARES	PESOS *	PESOS
TRIMESTRE	(1)	(2)	(3) - (2)
I	0	0	-5,000**
II	500	3,850	-200**
III	1,000	7,770	-450**
IV	1,400	10,780	18,000
			7,220

\* Las variaciones de los activos internacionales netos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio que se aplique a las operaciones que las generen.

\*\* Las cifras no reportan un pronóstico, sino una estimación de la caída mínima esperada de la base monetaria para las fechas señaladas.

### 5.2.2 Evaluación del programa de 1996

La ejecución del programa monetario para 1996 puede ser analizada a la luz de la evolución de la base monetaria, de los activos internacionales netos y del crédito interno neto, además del uso del "corto" por parte del Banco de México.

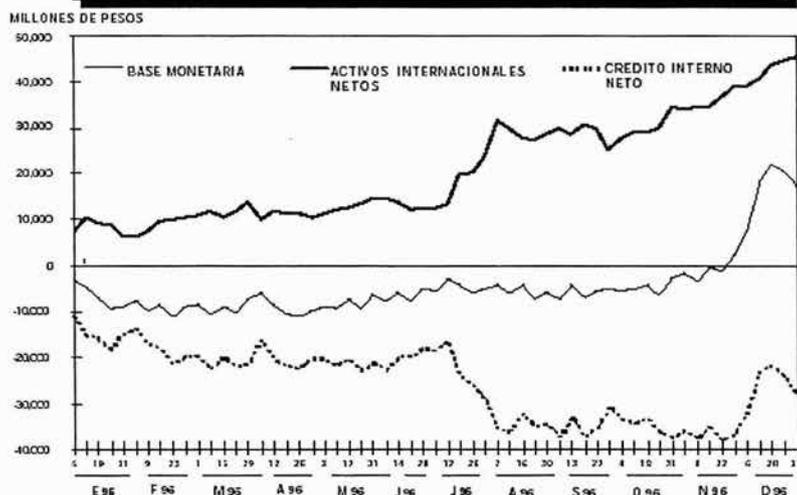
#### a) Base monetaria.

La evolución de la base monetaria durante 1996 se comportó de acuerdo con lo establecido en el programa monetario que se dio a conocer en enero de ese año. Al término de 1996, el saldo de la base monetaria cerró en 83,991 m.p., lo que significó un crecimiento de 17,182 m.p. en relación con su saldo de cierre de 1995. Por tanto, la variación observada de la base para el año fue ligeramente inferior a los 18,000 m.p. anticipados por el Banco de México en su programa monetario.

La variación en el saldo de los billetes y monedas en circulación fue también de 17,182 m.p. La coincidencia entre esta cifra y la correspondiente a la base monetaria se explica porque en el régimen de encaje promedio cero, los bancos no requieren ni tienen incentivos para conservar saldos positivos en su cuenta corriente con el banco central, salvo, como ya se señaló, para compensar los sobregiros en que incurran.

## BASE MONETARIA Y SUS COMPONENTES

Flujos Efectivos Acumulados en el Año



En 1996, el crecimiento económico fue mayor al esperado y la disminución de las tasas de interés también. Sin embargo, la demanda de dinero fue menor por la caída de los salarios reales de 7.2% y el mayor uso de las tarjetas de débito que en 1996 aumentó 77 por ciento. La demanda por base monetaria cayó 1.6 puntos porcentuales en su relación con el saldo al cierre de 1995.

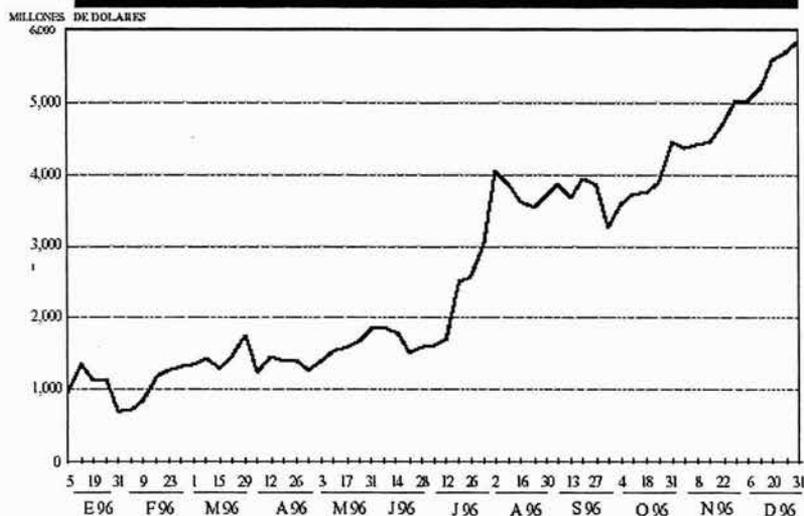
### b) Activos internacionales netos.

En el lapso comprendido del último día de 1995 al cierre de 1996, los activos internacionales netos aumentaron 5,864 muy por encima de los 1,400 m.d. , pero contando con las revaporizaciones de activos como el oro y los pasivos con el FMI, llegaron a 6 mil 348 m.d. Ello porque el gobierno colocó mayor deuda, un mayor precio del petróleo y la puesta en operación de un mecanismo de opciones que dan derecho a las instituciones de crédito de vender dólares al Banco de México si se satisfacen ciertas condiciones.<sup>117</sup>

<sup>117</sup> Informe Anual del Banco de México 1996 pág.86

## ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS

Saldos en millones de dólares



### c) Crédito interno neto.

En 1996, los activos internacionales netos (expresados en moneda nacional) aumentaron en mayor medida que la propia base monetaria, lo que implicó que el crédito interno neto tuviera que contraerse para conservar a la aludida base monetaria en su trayectoria deseada. El banco central aseguró "que la mayor contracción del crédito interno neto no implicó restricción monetaria alguna".

### d) Uso del "corto" y otras acciones adoptadas por parte del Banco de México.

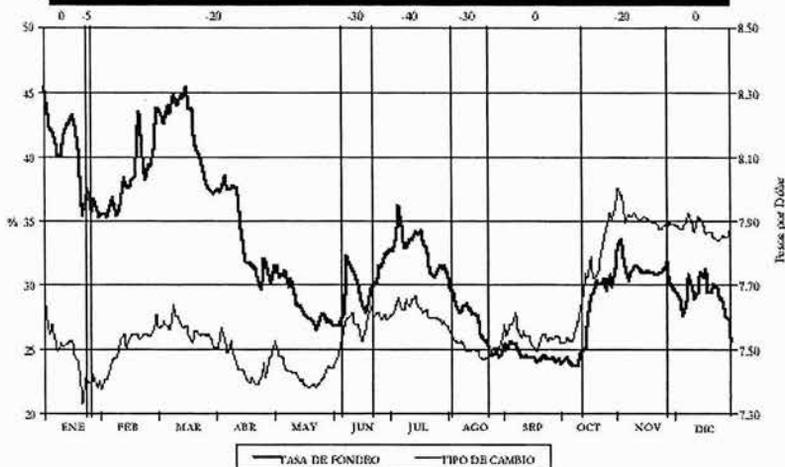
Pese al establecimiento de metas cuantitativas, el banco central se reservó el derecho de intervenir en el mercado a través de sus posturas de política monetaria tanto en las tasas de interés como en el tipo de cambio si observaba desviaciones de su objetivo de inflación.

En 1996 las acciones del Banco de México en el mercado de dinero se llevaron a cabo mediante ajustes en el objetivo de saldos acumulados. El conocido "corto", cuyo monto máximo fue de 40 millones de pesos, fue además seis diezmilésimas de la base monetaria promedio en el año.

De hecho, sostiene el Banco de México, parece ejercer más influencia sobre las tasas de interés la modificación de un corto que su existencia misma.

En 1996, el banco central puso "corto" al sistema en cinco ocasiones.

**TASA DE FONDEO DE PAPEL BANCARIO, TIPO DE CAMBIO Y  
OBJETIVOS DE SALDOS ACUMULADOS \***

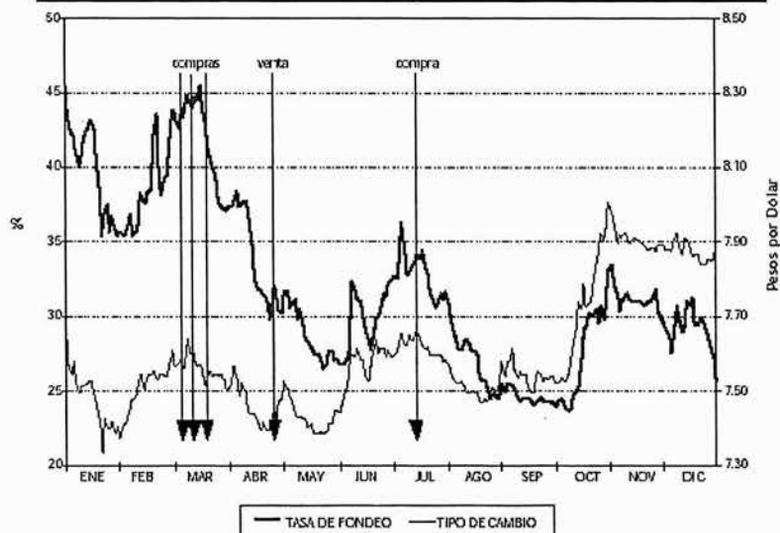


\* El objetivo de saldos acumulados de las cuentas corrientes de la banca con Banco de México se muestra en la parte superior de la gráfica, expresado en millones de pesos.

En enero de 1996 se observaron mayores flujos de capital que apreciaron el tipo de cambio. Se mantuvo la posición de "corto" porque regresarla a cero era desde su punto de vista flexibilizar la política. En junio se dio un periodo de incertidumbre por el aumento de las tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos. Y luego regresó a su postura de neutralidad. Y en octubre se vivió un periodo de depreciación y un anuncio de un nuevo esquema de privatización de petroquímicas y la mayor depreciación estimada por los agentes por el diferencial inflacionario con los Estados Unidos.

Al "corto" el Banco de México sumó otras acciones que más tarde perfilaría como mecanismos automáticos de intervención. Así, efectuó operaciones extraordinarias de compraventa de valores gubernamentales la primera quincena de marzo y durante la primera semana de julio.

**TASA DE FONDEO DE PAPEL BANCARIO, TIPO DE CAMBIO Y  
COMPRVENTA DE VALORES GUBERNAMENTALES EN DIRECTO  
POR EL BANCO DE MEXICO**



e) Comportamiento de la inflación

En 1996, el Banco de México no cumplió con su objetivo de inflación de bajarla de 52% a 20.5%. Esta se ubicó en 27.2%.

Y la disculpa que dio y siguió dando en años subsecuentes fue la siguiente:

“A este respecto, es pertinente recordar que un banco central, aún contando con la facultad de manejar su propio crédito, no puede controlar directamente la evolución del nivel general de los precios. Su influencia sobre esta variable se da a través del efecto que sus acciones pueden ejercer sobre la demanda agregada, el tipo de cambio y las expectativas. Sin embargo, existe una amplia gama de factores, ajenos a las decisiones de cualquier banco central, que inciden sobre la evolución de los precios. Entre dichos factores, deben destacarse los ajustes a los precios y tarifas públicos, los aumentos de salarios, las variaciones de los impuestos indirectos, las fluctuaciones de los precios internacionales de las materias primas y la inflación externa”.

En el caso particular de la economía mexicana, los factores que más afectan la evolución de la inflación y que resultan de decisiones administrativas -por lo cual

son ajenas al alcance de la política monetaria- son los ajustes abruptos al salario mínimo y a los precios y tarifas públicos"<sup>118</sup>.

La mayor inflación respecto de la meta planteada se debió, entre otras razones, a una mayor depreciación, aumentos de los precios concertados y un aumento del salario mínimo del 12 por ciento.

#### f) Política Cambiaria

La evaluación que se hizo en 1996 sobre el comportamiento del mercado cambiario fue positivo, pues pese a las dudas que había sobre el funcionamiento del régimen de flotación, éste redujo su volatilidad de manera considerable a lo largo del segundo año del gobierno zedillista.

Ofrecía además un desincentivo a la inversión especulativa, además de que no hacía necesario el uso de las reservas internacionales que aún eran pequeñas.

La moneda mexicana de una muestra de 12 países, fue la segunda menos volátil. Ello gracias "a un entorno externo favorable, una política fiscal atinada, el continuado proceso de desregulación y privatización, una política monetaria congruente con el objetivo de abatimiento de la inflación y, en general, avances significativos en otros ámbitos".<sup>119</sup>

Cabe destacar que en 1996 los agentes de mercado comenzaron a aprender a manejarse en el régimen de flotación y con las nuevas entidades paralelas a su funcionamiento como el caso del mercado de futuros y el de contratos adelantados en el mercado interbancario.

En 1996, el Banco de México vio la factibilidad de poder aumentar los activos internacionales netos por medio de la compra de dólares en el mercado "sin afectar el mercado cambiario".

En el periodo enero-julio de 1996, el Banco de México se abstuvo de intervenir en el mercado cambiario. Sin embargo, a finales de julio de 1996, la Comisión de Cambios consideró que aumentar el nivel de las reservas de divisas del instituto emisor se podía lograr en lo sucesivo sin causar trastornos, por el desempeño favorable que, en general, el mercado cambiario nacional había mostrado durante los primeros siete meses de 1996.

Entonces se diseñó un mecanismo que favoreciera las compras del instituto emisor, cuando el mercado estuviera ofrecido y las inhibiera cuando estuviera demandado. Pero, sobre todo, que se obtuviera mediante una fórmula que no alterara la naturaleza del régimen vigente de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

---

<sup>118</sup> Informe Anual del Banco de México 1996 pág. 86

<sup>119</sup> Informe Anual del Banco de México 1996 pág. 120

A reserva de que se ha tratado este esquema en el Capítulo II, de manera general el esquema funciona de la siguiente manera:

El Banco de México subasta el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito, derechos de venta de dólares al propio Banco. Estos derechos se pueden ejercer total o parcialmente dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta respectiva.

Los tenedores de los derechos pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia determinado el día hábil inmediato anterior cuando dicho tipo de cambio no es mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos.

El efecto expansivo sobre la base monetaria de las compras de moneda extranjera que efectúa el Banco de México es compensado por la institución. De esta manera, la evolución de la oferta de dinero primario no resulta modificada por las operaciones referidas.

El mecanismo entró en operación en agosto de 1996 y acumuló a diciembre un total de 909 millones de dólares.

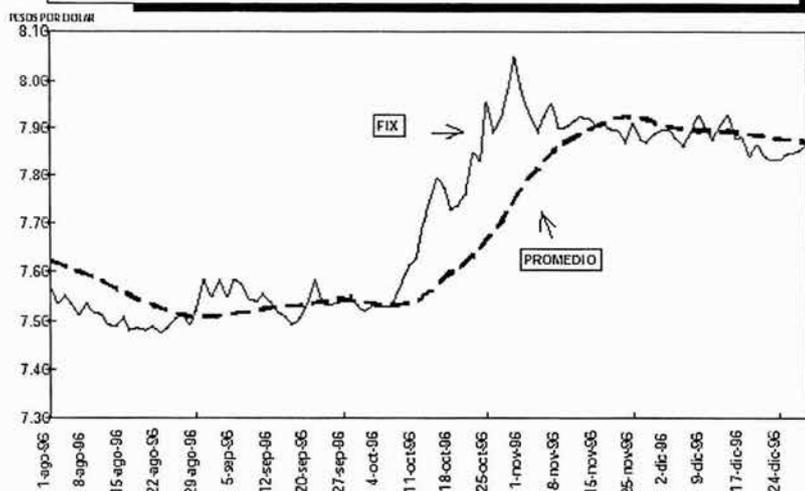
#### **COMPRAS DE DOLARES A INSTITUCIONES DE CREDITO MEDIANTE EL MECANISMO DE OPCIONES**

Millones de dólares

	Monto Subastado	Monto Ejercido
Agosto	130	130
Septiembre	200	200
Octubre	200	179
Noviembre	200	200
Diciembre	200	200
Total	930	909

Es importante destacar que para llevar a cabo la compra de dólares y ayudar a los agentes de mercado a llevar a cabo de mejor manera sus transacciones financieras, en el régimen de flotación, el Banco de México afinó el cálculo del tipo de cambio interbancario de referencia ( mejor conocido como FIX ) y su promedio móvil de los veinte días hábiles inmediatos anteriores.

### TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO DE REFERENCIA (FIX) Y SU PROMEDIO MÓVIL DE LOS ÚLTIMOS 20 DÍAS HÁBILES



Como se aprecia en la gráfica anterior, desde la primera semana de agosto, cuando entró en operación el mecanismo aludido, y hasta el cierre de ese mes, el tipo de cambio interbancario se mantuvo por debajo del promedio móvil, lo que favoreció el ejercicio de las opciones.

Posteriormente, en septiembre, el peso mostró ligera volatilidad, la cual fue suficiente para que se cumplieran las condiciones para el ejercicio total de las opciones. En octubre, sin embargo, el tipo de cambio se depreció, lo que tendió a incrementar su promedio y, en consecuencia, inhibió el ejercicio total de las opciones.

Una vez que los mercados financieros y de cambio presentaron mayor estabilidad, el tipo de cambio mostró una leve tendencia a la apreciación. Ello permitió que a partir de mediados de noviembre y hasta el cierre del año, el tipo de cambio se mantuviera la mayor parte del tiempo por debajo del promedio, favoreciendo así el ejercicio total de las opciones de venta de divisas al banco central.

#### g) Agregados

El incremento del medio circulante M1 (suma de los billetes y monedas en poder del público y el saldo de las cuentas de cheques, incluyendo las denominadas tanto en moneda nacional como en moneda extranjera) durante 1996 fue de 67.3 m.m.p., el cual se explica por aumentos de 13.4 m.m.p. de los billetes y monedas en poder del público, 45.8 m.m.p. de las cuentas de cheques en moneda nacional y 8.1 m.m.p. de las cuentas de cheques en moneda extranjera.

Las cuentas de cheques se recuperaron de la caída que había sufrido en 1995, gracias al diferencial entre el rendimiento de dichas cuentas de cheques y el ofrecido por otros instrumentos de corto plazo se estrechó, lo que favoreció que el público transfiriera hacia esas cuentas de cheques parte de los recursos que tenía invertido en otros instrumentos financieros, a la recuperación del capital trabajo de las empresas y donde el banco central afirmó no haber contribuido con una política monetaria expansiva.

En síntesis, en 1996 los componentes que integran los diferentes agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento positivas en términos reales, con excepción de los billetes y monedas en poder del público y de la captación bancaria a plazo de hasta un año.

#### h) El financiamiento

El año de 1996 la crisis de sistema bancario era ya inminente. Aún considerando los papeles que Fobaproa otorgaba al sistema bancario, el crédito directo al sector privado por parte de la banca comercial se contrajo en el orden del 35% y el coeficiente de cartera vencida aumentaba escandalosamente en 5.1% para ser el 21.5% del total de la cartera. Y cambiando el perfil de la banca pues ahora su composición tenía una participación en valores del Fobaproa y Cetes Especiales.

En efecto, durante 1996 la tenencia por parte de las instituciones de crédito de títulos a cargo de Fobaproa aumentó en 107.3 m.m.p. (99.5 por ciento real), mientras que la de Cetes especiales en 109.0 m.m.p. (68.8 por ciento real). En cambio, el financiamiento a sectores no bancarios se contrajo en ese año 117.0 m.m.p. (35.9% en términos reales), destacando la reducción del financiamiento al sector privado por 107.8 m.m.p. (35.3 por ciento real). Cabe acotar que el costo estimado ya en 1996 sobre el rescate bancario a valor presente claro, se estimaba ya en 8.1% del PIB.

## FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LA BANCA COMERCIAL 1/

	MILES DE MILLONES DE PESOS			VARIACION ANUAL 1996 (por ciento)	
	SALDOS A DICIEMBRE		FLUJO	NOMINAL	REAL
	1995	1996	1996		
<b>FUENTES</b>	<b>844.7</b>	<b>950.2</b>	<b>105.5</b>	<b>12.5</b>	<b>-11.9</b>
Captación del público	566.6	723.9	157.3	27.8	0.0
Financiamiento interno recibido	172.9	143.7	-29.2	-16.9	-34.9
Banco de México	43.6	12.7	-30.9	-70.9	-77.2
Banca de desarrollo 2/	56.9	53.2	-3.7	-6.5	-26.8
Fobaproa	31.8	34.5	2.7	8.5	-15.0
Fideicomisos de fomento 2/	40.6	43.3	2.7	6.7	-16.5
Financiamiento recibido del exterior	94.1	81.5	-12.6	-13.4	-32.2
Otros conceptos netos 3/	11.1	1.1	-10.0	-90.1	-82.2
<b>USOS</b>	<b>844.7</b>	<b>950.2</b>	<b>105.5</b>	<b>12.5</b>	<b>-11.9</b>
Disponibilidades 4/	34.3	40.5	6.2	18.1	-7.5
Financiamiento total	810.4	909.7	99.3	12.3	-12.1
Financiamiento a sectores no bancarios	646.8	529.8	-117.0	-18.1	-35.9
Sector privado	618.6	510.8	-107.8	-17.4	-35.3
Sector público no financiero	22.2	15.7	-6.5	-29.3	-44.6
Estados y municipios	6.0	3.3	-2.7	-45.0	-56.9
Títulos a cargo de Fobaproa	69.3	176.6	107.3	154.8	99.5
Cetes especiales 5/	94.3	203.3	109.0	115.6	68.8
Por cartera cedida del sector privado	76.0	175.7	99.7	131.2	81.0
Por cartera cedida de estados y municipios	18.3	27.6	9.3	50.8	18.1

1/ Incluye agencias de bancos mexicanos en el exterior.

2/ Crédito directo más redescuentos.

3/ Incluye otros pasivos, capital y reservas menos créditos no sectorizados y otros activos.

4/ Incluye depósitos en Banco de México y en el exterior.

5/ Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos UDIS.

## FINANCIAMIENTO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL AL SECTOR PRIVADO \*

	MILES DE MILLONES DE PESOS			VARIACION ANUAL 1996 (por ciento)	
	SALDOS A DICIEMBRE		FLUJO	NOMINAL	REAL
	1995	1996	1996		
<b>T O T A L (I+II)</b>	<b>763.9</b>	<b>863.1</b>	<b>99.2</b>	<b>13.0</b>	<b>-11.5</b>
<b>I. Personas físicas (a + b)</b>	<b>204.1</b>	<b>242.9</b>	<b>38.8</b>	<b>19.0</b>	<b>-6.8</b>
a. Consumo (1+2)	40.1	32.3	-7.8	-19.5	-36.9
1. Tarjeta de crédito	27.9	20.3	-7.6	-27.2	-43.0
2. Bienes de cons. duradero	12.2	12.0	-0.2	-1.6	-23.0
b. Vivienda	164.0	210.6	46.6	28.4	0.6
<b>II. Empresas, personas físicas con actividad empresarial</b>	<b>559.8</b>	<b>620.2</b>	<b>60.4</b>	<b>10.8</b>	<b>-13.2</b>
e					
intern. financ. no bancarios					

\* Las cifras reportadas incluyen la cartera vigente, vencida, redescontada, intereses devengados, y la cartera traspasada a Fobaproa y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en UDIS.

#### i) Medidas Adicionales de la autoridad financiera

Además de todos los programas de rescate financiero que se continuaron en 1996 y que habían surgido en 1995, ese año se intentó mejorar la capacidad de supervisión sobre las instituciones financieras; se aumentó la participación de auditores externos y calificadoras de valores para mejorar la información destinada al público inversionista; entraron en vigor las reglas de capitalización de acuerdo con las cuales el capital de los bancos debe ajustarse también en función de su exposición a los riesgos de mercado; y se han introducido modificaciones en las reglas contables, conforme a las cuales la contabilidad bancaria en México se comenzó a ajustar a las normas internacionales.

<b>Los Resultados Económicos y Monetarios de 1996</b>			
<b>Concepto</b>	<b>Programado</b>	<b>Inicio 96</b>	<b>Cierre 96</b>
<b>Crecimiento</b>		-6.20%	5.10%
<b>Tipo de Cambio (pesos por dólar)</b>	7.1	7.48	7.86
<b>Tasa de Interés</b>		35.30%	16%
<b>Inflación</b>	20.50%	51.97%	27.70%
<b>Reservas Internacionales</b>		15741 md	17509 md
<b>Activos Internacionales Netos</b>	1,400 md	-35 md	5829 md
<b>Crédito Interno Neto</b>	-9000 mp	67073 mp	38118 mp
<b>Base Monetaria</b>	18,000 mp		83991mp
<b>Balanza de Pagos</b>			
<b>Cuenta Corriente</b>		-1,576.7 md	-1922.2 md
<b>Cuenta de Capital</b>		15405.6 md	3322.6 md

### 5.3. 1997 La política monetaria en el inicio de la recuperación

Este año es el de la consolidación de los frutos de la política monetaria adoptada, gracias al buen desempeño del sector externo. En enero de 1997, el Banco de México acabó por desnudarse en cuanto a la información que daba para que se le evaluara con base en sus metas cuantitativas.

Al presentar su Programa de Política Monetaria para ese año dio a conocer el pronóstico de saldos diarios de la base monetaria y se comprometió a no generar saldos positivos en las cuentas que lleva de los bancos comerciales – a no poner largo- con el fin de que no se pensara que estaba aplicando una política expansiva

en época de elecciones federales, pero dejó claro que de ser necesario aplicaría el corto. Esta situación quedó así hasta el mes de septiembre cuando decidió activarlo sólo para advertir a los mercados.

Sin embargo, es necesario destacar que a lo largo de 1997 y gracias al buen desempeño de la economía no se usó ni el largo, ni el corto. La posición de política monetaria desde este punto se mantuvo en cero, es decir, neutral. Lo que no sucedió desde el lado del pronóstico diario de la base monetaria como se ve más adelante.

En 1997, el Banco de México se comprometió a bajar la inflación de 27.7% a una tasa de 15% para apoyar un crecimiento de al menos 4%.

El banco acotó que la estimación de la trayectoria de la base se efectuó con base en modelos econométricos, con las salvedades que conlleva de estimación. Por estas razones, se debe esperar que prácticamente todos los días, se produzcan desviaciones de la trayectoria observada de la base monetaria respecto de la estimada. Según los modelos utilizados, la desviación estándar de los errores de estimación es de 2.6%, que equivale a un intervalo de aproximadamente más/menos 2,700 m.p. alrededor del pronóstico puntual para el cierre de 1997.

Asimismo, advirtió que no toda desviación que surja entre la trayectoria real de la base y la pronosticada producirá necesariamente un ajuste de política monetaria. Si la trayectoria observada se coloca por encima de la pronosticada debido a circunstancias que implican presiones inflacionarias adicionales, será de esperarse que el Banco de México adopte una postura restrictiva. Sin embargo, es posible que la desviación sea resultado de los errores inevitables que se producen en toda estimación econométrica o de que uno o más de los supuestos respecto del crecimiento del PIB, evolución de las tasas de interés o remonetización no se realicen. Si en tales casos la demanda de base resulta mayor que la esperada, no habrá razón para inducir la contracción de ésta mediante tasas de interés más elevadas.

Con base a esos supuestos, el Banco de México estimó un aumento de la base monetaria de 24.5% respecto de su monto al cierre de 1996. El crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1997 del crecimiento real del PIB (4.5%) y de la inflación (15%), en virtud de una remonetización del orden de 3.6% del monto de la base al cierre de 1996 (83,991 m.p.).

Si a dicho monto se le aplica la tasa de crecimiento esperada de la base durante 1997 (24.5 por ciento), se obtiene un flujo anual de 20,580 m.p. que a su vez da lugar a un saldo de 104,570 m.p. al cierre de 1997.

Como todo pronóstico, éste tiene un margen de error. El intervalo de

confianza para la cifra del saldo de la base monetaria al cierre de 1997, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo estimado, es de 107,290 m.p. a 101,851.

El banco asimismo adoptó de nuevo los límites trimestrales de crédito interno neto.

**LIMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES  
DEL CREDITO INTERNO NETO EN 1997**  
Flujos Efectivos Acumulados en Millones

	AUMENTOS MÍNIMOS DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES NETOS		BASE MONETARIA	LIMITES A LAS VARIACIONES DEL CREDITO INTERNO NETO**
	DOLARES (1)	PESOS * (2)	PESOS (3)	PESOS (3) - (2)
I	2,000	17,060	-6,500	-23,560
II	2,200	18,766	-6,800	-25,566
III	2,400	20,472	-7,600	-28,072
IV	2,500	21,325	20,580	-745

\* Se considera un tipo de cambio promedio par el año de 8.53 pesos por dólar.

\*\* El límite se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

Propuso de nuevo el mecanismo del ejercicio de opciones de ventas de dólares al banco central por las instituciones de crédito, una meta de acumulación de activos de 2, 500 millones de dólares e introdujo en febrero un esquema de venta de dólares del Banco de México al mercado cambiario.

### 5.3.1 Reglas para la venta de dólares ante depreciaciones "bruscas" del peso.

En febrero de 1997 la Comisión de Cambios decidió instrumentar otro mecanismo de subasta de opciones de dólares pero que el banco central vendería al mercado bajo ciertas condiciones de mercado, como un mecanismo paralelo a la compra de opciones por parte del banco a los bancos comerciales. Este mecanismo se detalla en capítulo 2.

Brevemente, en este esquema la condición que se tiene que cumplir para que los tenedores de las opciones puedan vender dólares al Banco de México, es que el tipo de cambio interbancario de referencia del día hábil inmediato anterior no sea mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores. Ello gracias a la recuperación del nivel de los activos internacionales netos.

Conforme al esquema, el instituto emisor ofrece en subasta hasta 200 millones de dólares cada día en que las instituciones de crédito le presenten, antes de las 12:15 horas, posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil. Para estos efectos, el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior es el que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación el día de la subasta (a menos de que el Banco de México haya vendido el día hábil inmediato anterior divisas mediante el mecanismo citado, en cuyo caso el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior sería el que hubiera

resultado de la subasta del día hábil inmediato anterior). La publicación referida se hace todos los días hábiles bancarios a fin de dar a conocer el tipo de cambio conforme al cual deban solventarse las obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas dentro del territorio nacional.

El referido tipo de cambio que se publica en un día determinado refleja el tipo de cambio de mercado del día hábil bancario inmediato anterior, según el muestreo que al efecto realiza el banco central.

En 1997 el mecanismo se activó en tres ocasiones, dos durante octubre y una en noviembre. El 27 de octubre, por efecto de la volatilidad en los mercados internacionales causada por la crisis de los países del sudeste asiático se activó el mecanismo, subastándose 200 m.d. y alcanzando el peso una cotización de 8.2285 pesos por dólar. Este mecanismo se volvió a activar tres días después, el 30 de octubre vendiéndose la misma cantidad y llegando la cotización del peso a 8.3193 pesos por dólar. Una tercera ocasión se presentó el 6 de noviembre. Posteriormente la cotización de la moneda nacional mostró una tendencia a la apreciación, cerrando inclusive el año a niveles cercanos a 8.00 pesos por dólar.

TIPO DE CAMBIO INTERBANCARIO DE REFERENCIA (FIX) Y SU PROMEDIO MÓVIL DE LOS ÚLTIMOS 20 DÍAS\*



\*Última observación: 31 de diciembre, 1997.

### 5.3.2. Otros mecanismos de intervención

Hay que destacar que en 1997 el Banco de México se abstuvo por lo menos hasta septiembre de usar un largo, y el corto no lo consideró necesario. Pero ese año se dieron periodos de inestabilidad financiera con lo que utilizó otros instrumentos.

1) Aumentó su captación de recursos a través de la venta de valores gubernamentales (en directo y mediante reportos) y disminuyó su captación mediante depósitos de las instituciones de crédito. De esta forma, el Banco de México pudo continuar drenando liquidez, pero entregando a las contrapartes de las operaciones respectivas valores gubernamentales que son líquidos y tienen mercado secundario. Esta medida eliminó la prima por liquidez que las instituciones trataban de obtener del Banco de México, y permitía participar en las operaciones de mercado abierto del instituto emisor a bancos que en el momento de las subastas no contaban con saldos excedentes.

El Banco de México acota que mediante esta mecánica dichos bancos podían revender de inmediato los valores gubernamentales que recibían del Banco de México y cubrir el sobregiro momentáneo en que incurrían con el instituto central.

Esto sin duda restableció la competencia en el mercado de dinero.

2) Flexibilizó el régimen de encaje promedio cero ya que se ajustaron algunos elementos del régimen de encaje promedio cero, ampliando el tope máximo de los saldos negativos que las cuentas de las instituciones de crédito pueden alcanzar en el Banco de México cada día sin causar intereses, para ser compensados con saldos positivos que se generen otros días. Esta medida favoreció relativamente más

a los intermediarios de menor tamaño.

3) Para reforzar las medidas descritas en los dos incisos anteriores, en una ocasión el instituto central fijó un techo a la tasa de interés aplicable a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas. El citado límite se mantuvo vigente tan sólo durante un día, pues esta acción, junto con las antes referidas, fue suficiente para restablecer rápidamente el orden en el mercado de dinero. Ello para no usar un "largo" que restableció en septiembre de ese año.

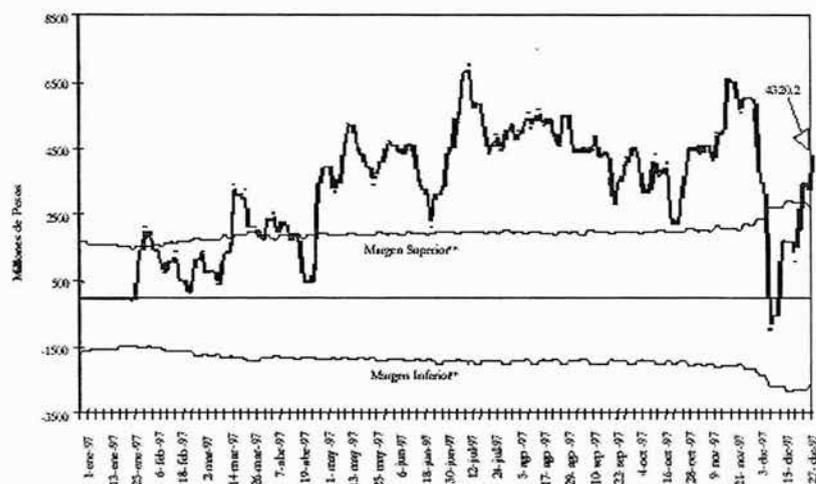
### **5.3.3 El comportamiento del crédito interno y el cumplimiento de las metas monetarias**

Al final de 1997, la inflación cerró en 15.7% cerca de la meta establecida de 15%. En cuanto al cumplimiento de la base monetaria eso no se dio así y el Banco de México lo justificó por el mayor crecimiento que se observó en el PIB que fue de 7% y no de 4% como se había programado.

También a que se observaron menores tasas de interés al pasar de 21.8% a 19.8% en promedio, gastos de las campañas políticas, más días en semana santa, y mayor acceso al efectivo de las cuentas de los tarjetahabientes, gracias a un mayor número de cajeros y tarjetas de débito.

De acuerdo con el banco central, la mayor base no significó una relajación monetaria pues si se observa el saldo de la cuenta única, fue de cero.

## DESVIACIONES DEL SALDO OBSERVADO DE LA BASE MONETARIA RESPECTO DEL PRONOSTICO \*



\* Datos observados hasta el 31 de diciembre de 1997.

\*\* Intervalo de confianza calculado con base en la desviación estándar del modelo de estimación de la demanda de base monetaria.

### 5.3.4 Ampliación al esquema de compra de dólares mediante opciones y su impacto en las reservas internacionales.

Gracias a los mayores flujos de capital, el mecanismo de compra de dólares a instituciones de crédito fue ampliado y permitió la obtención de mayores recursos por un total de 4,476 millones de dólares.

**COMPRAS DE DOLARES A INSTITUCIONES DE CREDITO  
MEDIANTE EL MECANISMO DE OPCIONES**

Millones de dólares

1997	Monto Subastado	Monto Ejercido
Enero	300	300
Febrero	600	448
Marzo	300	120
Abril	600	563
Mayo	300	300
Junio	300	20
Julio	600	600
Agosto	500	500
Septiembre	500	500
Octubre	400	375
Noviembre	250	250
Diciembre	500	500
<b>TOTAL</b>	<b>5150</b>	<b>4476</b>

Así, al final del camino, la contracción de crédito interno neto fue mayor a la pronosticada y la acumulación de activos también. Y los límites trimestrales comenzaron a dejar de tener importancia en el seguimiento del banco central. En su informe anual de 1997 ya no consignó los resultados.

**CREDITO INTERNO NETO**

En millones

	SALDOS		FLUJOS EFECTIVOS
	31 dic. 96	31 dic. 97	Acumulados en el año
(A) Base Monetaria (pesos)	83,991	108,891	24,900
(B) Activos Internacionales Netos 1/ (pesos) 2/	49,684	159,940	105,956
Activos Internacionales Netos (Dls. De E.U.)	6,313	19,824	13,511
(C) Crédito Interno Neto (pesos) ((A) - (B)) 2/	34,307	-51,049	-81,056

1/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con los bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los pasivos con el FMI y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con los bancos centrales.

2/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación de cada variación. La diferencia en saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional, no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día del reporte. Esta consideración también explica el que las diferencias en saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

La reserva internacional alcanzó los 28,003 md y a su interior los activos internacionales netos observaron un nivel de 19,824 millones de dólares de donde poco más de 4 mil millones de dólares fueron captados gracias al mecanismo de

compra de dólares y el resto gracias a las ventas al exterior, principalmente de PEMEX.

### 5.3.5 Financiamiento al sector privado no bancario

En cuanto al desempeño de los agregados monetarios lo que más destacó fue un crecimiento real de la base monetaria del 12%, un continuo aumento de las cuentas de cheques, pero como se cita más adelante, la mayoría de empresas, pues los de las personas físicas cayeron en términos reales 1.2%.<sup>120</sup>

El financiamiento continuo cayendo y la cartera vencida subía 8.4%. Llegaba así al 30% de la cartera total, pese a todo un desfile de programas de apoyo de rescate bancario, aún y cuando las tasas de interés habían disminuido y la economía crecía a un ritmo de 7%.

#### COEFICIENTE DE CARTERA VENCIDA A CARTERA TOTAL DE CREDITOS OTORGADOS POR LA BANCA COMERCIAL AL SECTOR PRIVADO 1/

	COEFICIENTE (%)			VARIACION 2/	
	1995	1996	1997	1996	1997
PROMEDIO PONDERADO 3/	16.4	21.4	29.8	5.0	8.4
I. Empresas y personas físicas con Actividad empresarial	18.5	21.9	27.0	3.4	5.1
II. Personas físicas	12.0	18.3	38.0	6.3	19.7
a. Consumo	25.2	34.2	28.3	9.0	-6.9
1. Tarjetas de crédito	19.5	23.0	19.1	3.5	-3.9
2. Bienes de consumo duradero	44.2	67.1	55.6	22.9	-11.5
b. Vivienda	7.9	12.2	42.0	4.3	29.8
III. Intermediarios financieros no bancarios	10.7	28.9	49.4	18.2	20.5

1/ Excluye la cartera cedida a FOBAPROA y a los fideicomisos del programa de reestructuraciones en UDIs.

2/ Puntos porcentuales.

3/ Esta cifra representa el promedio ponderado de los rubros I, II y III.

<sup>120</sup> Ver anexo de Financiamiento

**FINANCIAMIENTO OTORGADO POR LA BANCA COMERCIAL AL  
SECTOR PRIVADO 1/  
Miles de millones de pesos**

	SALDOS A DICIEMBRE			FLUJOS ANUALES		VAR. % REAL DE LOS SALDOS
	1995	1996	1997	1996	1997	DIC. 1997/ DIC. 1996
<b>TOTAL (I+II+III)</b>	763.9	863.1	918.1	99.2	55.0	-8.1
<b>I. EMP. Y PERSONAS FÍSICAS CON ACTIVIDAD EMPRESARIAL (A+B)</b>	530.6	607.6	636.7	77.0	29.1	-9.4
A. Crédito	504.5	567.6	598.2	63.1	30.6	-8.9
B. Valores	26.1	40.0	38.5	13.9	-1.5	-16.8
<b>II. PERSONAS FÍSICAS (a+b)</b>	203.0	238.2	267.2	35.2	29.0	-3.1
a. Consumo (1+2)	39.1	30.7	28.7	-8.4	-2.0	-19.2
1. Tarjeta de crédito	27.9	20.4	19.2	-7.5	-1.2	-18.7
2. Bienes de consumo duradero	11.2	10.3	9.5	-0.9	-0.8	-20.3
b. Vivienda	163.9	207.5	238.5	43.6	31.0	-0.7
<b>III. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS</b>	30.3	17.3	14.2	-13.0	-3.1	-29.1

1/ Las cifras reportadas incluyen la cartera vigente, vencida, redescontada, los intereses devengados y la cartera traspasada a FOBAPROA y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en UDIs.

De diciembre de 1996 al mismo mes de 1997, el saldo del financiamiento interno otorgado por la banca comercial aumentó 79.3 m.m.p. Dicho flujo fue, sin embargo, insuficiente para compensar el incremento de los precios, por lo que ese agregado sufrió una disminución, en términos reales, de 6.1%.

A decir del Banco de México, la recuperación económica se dio sin financiamiento. Esta reducción estuvo determinada principalmente por la caída de 15.4% en términos reales del financiamiento al sector privado no bancario.

El estancamiento que ha mostrado el crédito bancario puede explicarse por razones tanto de oferta como de demanda.

Por lo que toca a la demanda de crédito bancario, el mayor acceso en términos atractivos al crédito externo por parte de los empresarios y al crédito extendido por las propias empresas por parte de las personas físicas (como en el sector automotor y en el comercio), hicieron que los agentes económicos recurrieran con menor frecuencia a la banca en busca de financiamiento.

Desde el punto de vista de la banca como oferente, los problemas legales para hacer más expedita la adjudicación de garantías, la morosidad generada por la crisis de 1995, el sobreendeudamiento previo y la incertidumbre respecto a la solvencia moral y financiera de los demandantes de crédito dieron lugar a un comportamiento en extremo cauteloso. Sólo las grandes empresas accedieron a

financiamiento gracias a sus matrices en el exterior. Los bancos comenzaban a dirigir su captación hacia los valores gubernamentales de manera importante.

### Los Resultados Económicos y Monetarios de 1997

Concepto	Programado	Inicio 97	Cierre 97
Crecimiento	4%	5.10%	7%
Tipo de Cambio		7.86	8.12
Tasa de Interés		23.55%	18.85%
Inflación		27.70%	15.70%
Reservas Internacionales		17509 md	28003 md
Activos Internacionales Netos	2500 md	5829 md	19,824 md
Crédito Interno Neto		34307	-51049 mp
Base Monetaria		83991mp	108891 mp
Balanza de Pagos			
Cuenta Corriente		-2330 md	-7448 md
Cuenta de Capital		4069 md	15 411 md

## Capítulo 6

### La política monetaria desde la crisis asiática hasta el año del “Cambio”.

#### 6.1.El programa monetario para 1998.

Desde comienzos de 1998, las autoridades financieras ya preveían un entorno externo adverso como consecuencia de la contaminación de la crisis que se estaba viviendo en Asia y que se agudizó a mediados de año con la crisis de Rusia,<sup>121</sup> pero mantuvieron la promesa de una inflación del 12% con un crecimiento económico de 5%.

En ese entonces, y en su primer año como gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz presentó su Programa de Política Monetaria con tres elementos fundamentales:

- Ajustaría diariamente la oferta de dinero primario en forma de que dicha oferta corresponda a la demanda de base monetaria. Cualquier desequilibrio no intencional en la liquidez del mercado de dinero que resulte de errores en la estimación diaria de la demanda de base, será corregido mediante las operaciones inmediatas siguientes que el banco central lleve a cabo en el mercado monetario. Todo esto representa el compromiso del banco central de

<sup>121</sup> Este año se recordó en la economía como el año del secretario de Hacienda, “manos de tijera”. José Ángel Gurría.

#### Ajustes Fiscales en 1998<sup>1</sup>

Conceptos	Presupuesto Original		Ajustes Fiscales m.m.p.				Presupuesto Ajustado	
	m.m.p.	% PIB	1*	2*	3*	Total	m.m.p.	% PIB
Balance Económico Púb. de Caja	-47.3	-1.25	0.0	0.0	0.0	0.0	-47.3	-1.25
Balance Extrapresupuestario	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0
Balance Presupuestario	-48.1	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-48.1	-1.3
Ingresos Presupuestarios	803.3	21.2	-16.8	-10.2	-6.0	-33.9	769.4	20.3
Petroleros	299.9	7.9	-16.8	-12.3	-11.2	-40.3	259.6	6.9
No Petroleros	503.4	13.3	0.0	2.2	4.3	6.5	509.9	13.5
Tributarios	302.4	8.0	0.0	0.0	1.5	1.5	303.9	8.0
No Tributarios	201.0	5.3	0.0	2.2	2.8	5.0	205.9	5.4
Gasto Presupuestario	851.4	22.5	-16.8	-10.2	-6.9	-33.9	817.5	21.6
Programable	593.5	15.7	-15.3	-9.0	-5.5	-29.8	563.7	14.9
No Programable	257.9	6.8	-1.5	-1.2	-1.4	-4.1	253.8	6.7
Intereses	127.5	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	127.5	3.4
Participaciones	112.4	3.0	-1.5	-1.2	-1.4	-4.1	108.3	2.9
Otros	18.0	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0	0.5
Precio del petróleo de export. (dpb)	15.5	-	13.5	12.5	11.5	-	11.5	-

1. La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

mantener, por lo general, una política monetaria neutral. Así que publicó de nuevo la trayectoria esperada de la base monetaria y los límites trimestrales al crédito interno neto.

- Se reservaría el derecho de ajustar la postura de la política monetaria, pudiendo restringir o relajar, en caso de que se presentaran circunstancias inesperadas que así lo aconsejasen. Esto significa que la política monetaria sería simétrica en cuanto a la dirección de los ajustes que se le pudieran llegar a hacer durante el año, según fuera el caso.

- Harían su comunicación más eficaz y oportuna para entender el uso de los instrumentos que tiene a la mano y los alcances de la política monetaria en general. Así, en 1998 el Banco de México se comprometió a que, al determinar diariamente sus operaciones de mercado abierto, el banco persiga por lo general un objetivo de saldos acumulados de cero de las cuentas corrientes que el instituto emisor les lleva a los bancos comerciales. También implica que el Banco de México esterilizaría el impacto monetario que resulte de las variaciones de los activos internacionales netos, de los créditos que se le extiendan a FOBAPROA y de las operaciones que efectúe la Tesorería de la Federación en su cuenta con el instituto emisor.

Ello lo haría por medio de un seguimiento diario al comportamiento de la base monetaria y a proceder a los ajustes de inmediato de considerarlo necesario, obligando a los bancos a que diariamente dejaran su saldo con el Banco de México en cero, pues ese mismo día se les procedería cobrar la penalización de dos veces Cetes y no como antes que los podía dejar con saldos al día para que ajustaran al final del mes.

“Para que no se induzca una volatilidad excesiva de las tasas de interés a un día en el mercado de dinero al mayoreo, se han impuesto límites a los saldos positivos y negativos de las cuentas de las instituciones de crédito que califican para el promedio mensual. Cuando una institución de crédito muestra al final del día un sobregiro mayor al límite a los saldos negativos, por el sobregiro en exceso al citado límite se le cobre inmediatamente dos veces Cetes. A su vez cuando en un día en particular el saldo de la cuenta corriente de algún banco es positivo por un monto superior al límite a los saldos positivos, el excedente sobre ese límite no se considera para el cálculo del saldo acumulado en el periodo de reporte, es decir, no sirve para compensar sobregiros de otros días”.

También se podría dar el caso contrario. El Banco de México adoptaría una postura de política monetaria más laxa a través del uso de “largos”, lo que equivaldría a que el banco central efectúe sus operaciones de mercado abierto con un objetivo de saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito. Mediante el uso de “largos”, el banco central le comunica al mercado la señal que, de acuerdo a su opinión, las tasas de interés deberían reducirse.

En específico, el Banco de México estimó que durante 1998 la base monetaria aumentaría 22.5% respecto de su monto al cierre de 1997. El crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1998 del crecimiento real del PIB (5%) y de la inflación (12%), en virtud de una remonetización del orden de 4.2% del monto de la base al cierre de 1997 (108,891 m.p.).

El flujo anual de base se estima en 24,600 m.p. que a su vez da lugar a un saldo de 133,400 m.p. al cierre de 1998. El intervalo de confianza para la cifra del saldo de la base monetaria al cierre de 1998, tomando una desviación estándar de los residuales del modelo estimado, es de 136,800 m.p. a 130,000 m.p.

Pero a este último respecto, vale la pena aclarar que el banco acotó que “debido a la dificultad de estimar una trayectoria de la base monetaria para 1998, coherente con el objetivo de inflación de 12% y que tenga validez para todo el año, la trayectoria anunciada no constituye un objetivo formal de política”.

Por otra parte, publicó los límites trimestrales al crédito interno neto con el compromiso de aumento mínimo de los activos internacionales netos (1,000 m.d.) .Estos se determinan con fundamento en el pronóstico de las transacciones cambiarias que, se estima, el Banco de México realizará con el Gobierno Federal y Pemex, y de las adquisiciones de moneda extranjera que probablemente harían en virtud del ejercicio de opciones de venta de dólares al banco central por las instituciones de crédito.

### **6.1.1. Swaps de tasas de interés, el salvavidas de la banca.**

En 1998, como se recordará, la crisis financiera de Asia contagio a todos los mercados y a México lo afectó vía un menor flujo de recursos del exterior<sup>122</sup>, sobre

---

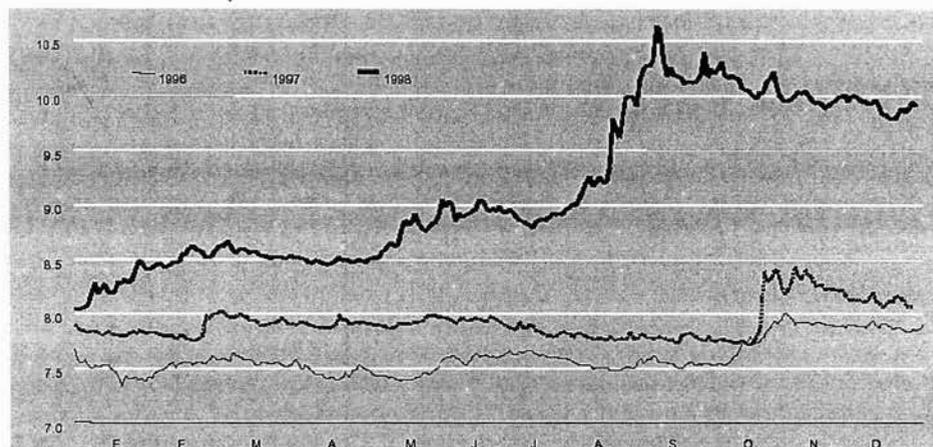
<sup>122</sup> La crisis que inició en Tailandia en julio de 1997, se extendió a una velocidad inusitada a otros países de Asia, habiendo contagiado hacia el final del año a Indonesia, Filipinas, Malasia, Singapur, Taiwán, Hong Kong y a Corea. Esta situación impactó también de manera significativa a Japón y a Brasil. De hecho el FMI había pronosticado para la región un crecimiento de 5.8 por ciento en el grupo de países señalados; tres meses después, anticipa un crecimiento de sólo 2.8 por ciento. Analistas privados anticipan un crecimiento aún menor en la región.

El colapso de las economías asiáticas se puede explicar, de manera abreviada, como sigue: por un periodo relativamente largo (de finales de los ochenta a inicios de 1997) las citadas economías atrajeron cantidades masivas de capitales de corto plazo, una buena parte de las cuales fue captada por el sistema financiero. Una porción sustancial de dichos recursos fue canalizada por las instituciones financieras de la región a proyectos de inversión sumamente riesgosos, principalmente en el sector de los bienes raíces. Los precios de dichos activos comenzaron a aumentar desproporcionadamente, atrayendo más inversiones al sector respaldadas con recursos de los sistema financieros nacionales. La burbuja en precios llegó a niveles exagerados, por lo que a la postre hubo una corrección del mercado, desinflándose dicha burbuja. Esto causó que se generara una gran disparidad entre el valor de los créditos y el de las garantías (pues el precio de las propiedades cayeron), lo que se empezó a reflejar en aumentos sustanciales en la cartera vencida y en una creciente debilidad generara una gran disparidad entre el valor de los créditos y el de las garantías (pues el precio de las propiedades

todo en agosto, cuando la crisis de Rusia le pegó a los mercados cambiarios en México.

En esta ocasión y con tal de detener la brusca depreciación del tipo de cambio, el Banco de México profundizó su política monetaria restrictiva, pero no pasó nada con la tasa de interés.

Tipo de Cambio Interbancario 48 horas  
Pesos por dólar



El mercado, los bancos, presionaban por un rendimiento mayor de los valores gubernamentales ya que la crisis los había sorprendido con instrumentos a rendimiento fijo, además de que se les había impuesto un encaje equivalente al 8% de la captación.

En ese momento, las posiciones de Hacienda y del Banco de México se contrapuntearon. El Banco se manifestó por ofrecer el rendimiento pedido que oscilaba entre un 40 y 50% y la secretaría de Hacienda se negaba a dárselos.

A tal grado llegó la discrepancia que Hacienda decidió por primera vez declarar el lunes 30 de agosto desierta la totalidad de la subasta de Cetes. Nunca en épocas recientes, el gobierno había declarado desierta la subasta en su totalidad. De hecho, los rumores en los mercados de Estados Unidos de que Ortiz había renunciado afectaron a los mercados y ese mismo día en la tarde se les ofreció un canje a los bancos por parte del Banco de México.<sup>123</sup> Eso sí, lo que no logró el

---

cayeron), lo que se empezó a reflejar en aumentos sustanciales en la cartera vencida y en una creciente debilidad del sistema financiero.

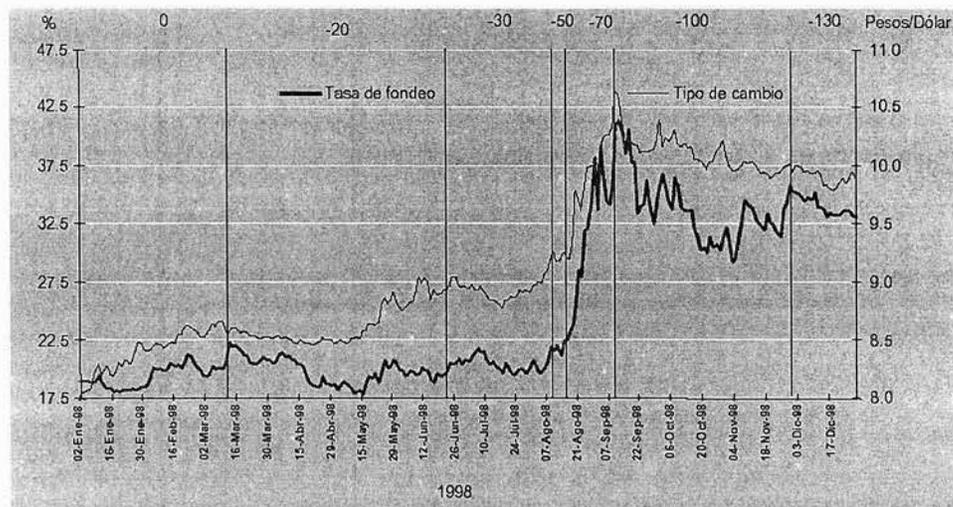
Ante las dificultades que los países enfrentaron para defender a sus tipos de cambio, dada la debilidad de sus sistemas financieros, la especulación en contra de sus divisas se recrudeció, haciendo inevitable el colapso de sus esquemas cambiarios. Esto último, paradójicamente, condujo al sistema financiero a una crisis todavía más profunda, que alcanzó su punto más álgido entre agosto y septiembre.

<sup>123</sup> Ver Swaps de tasas de interés

escándalo de Fobaproa que ya se cernía sobre el segundo gobernador del Banco de México, lo estuvieron a punto de lograr los mercados en los Estados Unidos.

En su informe anual de 1998, el Banco de México trató el tema de manera muy higiénica para explicar porqué los bancos no habían obedecido su señal de política monetaria. En él no se hizo alusión al esquema de swaps .

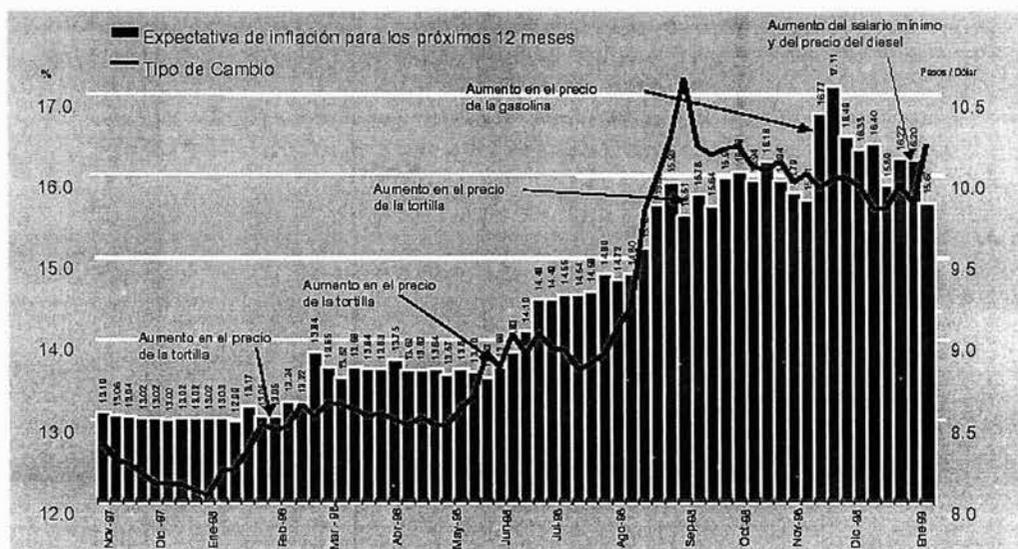
### Tasa de Fondeo, Tipo de Cambio y Objetivos de Saldos Acumulados



Ultima observación 31 de diciembre de 1998.

La historia del nulo efecto de la política de señalización comenzó el 10 de agosto de 1998, el Banco de México decidió incrementar el "corto" de 30 a 50 millones de pesos, en respuesta al efecto en las expectativas inflacionarias que causó la depreciación de la moneda nacional.

### Expectativas de Inflación, Precios Públicos y Tipo de Cambio



De acuerdo con el Banco de México esta ampliación del “corto” indujo una moderada elevación de las tasas de interés, la cual no fue suficiente para contener la depreciación cambiaria, dada la severidad de los trastornos del exterior.

Ante esta situación, una semana después el instituto central procedió a restringir aún más la política monetaria, aumentando el “corto” de 50 a 70 millones de pesos. En esta ocasión, las tasas de interés del mercado interbancario no reaccionaron inmediatamente al alza.

Entonces el Banco de México explicó que parte de este fenómeno inusual se debía al uso excesivo que algunas instituciones bancarias estaban haciendo de las facilidades de crédito intradía, que el banco central ofrece a través del Sistema de Pagos de Uso Ampliado (SPEUA). De ahí que, un día después, el Banco de México haya reducido dicha capacidad de crédito (un encaje a la captación de 8%).

Otro aspecto fue uno coyuntural; La posición relativa de los participantes con respecto al Banco de México en el mercado de dinero. Argumentó que por ejemplo en 1996, cuando el “corto” resultó muy eficaz en influir sobre la evolución de las tasas de interés, el Banco de México tenía una posición acreedora con respecto al mercado.

Dicha condición significa que, por lo general, el mercado inicia el día con un faltante de liquidez. En estas circunstancias, el Banco de México tiene que ofrecer los recursos necesarios la mayoría de los días mediante subasta.

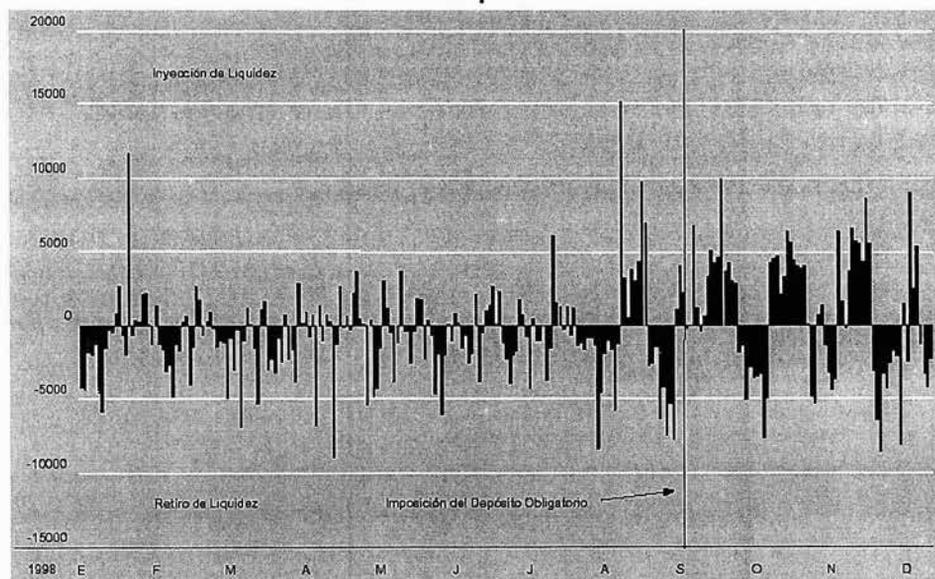
Esto último significa que aquellos participantes que ofrecen las mayores tasas de interés son los que obtienen los fondos, lo cual introduce un sesgo al alza sobre las tasas de interés, aumentando la efectividad del "corto" como medio restrictivo.

Sin embargo, desde principios de 1997, la postura del Banco de México en el mercado de dinero pasó de acreedora a deudora. Esto se debió fundamentalmente a la gran acumulación de activos internacionales durante el año.

Una posición deudora del banco central implica que, por lo general, al inicio de la sesión diaria del mercado de dinero existe un exceso de liquidez, que obliga al instituto emisor a substraer los recursos excedentes mediante operaciones de mercado abierto. Esto se hace también a través de subastas, por lo que aquellas instituciones de crédito que ofrecen las menores tasas de interés son las que entregan dichos recursos al Banco de México.

Esta situación, dijo, le imprime un sesgo a la baja a las tasas de interés de muy corto plazo a un día, factor que fue particularmente relevante en las circunstancias prevalecientes en agosto de 1998.

Intervención Diario del Banco de México en el mercado de dinero  
Millones de pesos



Entonces para que obedecieran los bancos las señales del instituto emisor, a partir del 21 de agosto y por los siguientes 3 días hábiles, el instituto central decidió establecer para sus operaciones una tasa de interés mínima de 27%.

De esta manera, se procuró que las tasas de interés de fondeo se comportaran de manera más congruente con la evolución del tipo de cambio.

Pero eso no fue del todo efectivo, en cuanto a mitigar las presiones sobre el tipo de cambio y las expectativas de inflación, pues en esos días sucedió el colapso financiero ruso y aún y cuando aumentaron las tasas de interés, los nuevos niveles no fueron suficientes para mitigar la depreciación del peso.

Entonces el banco central volvió a apretar. Ante el agravamiento de la situación externa, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reforzar los instrumentos de la política monetaria. En consecuencia, el Banco de México anunció a finales de agosto que a partir del 2 de septiembre las instituciones de crédito quedaban obligadas a constituir depósitos en el instituto central a un plazo indefinido, a razón de 1,250 millones de pesos por día hábil, hasta alcanzar un monto acumulado de 25,000 millones de pesos y compensaría la constitución de los depósitos mediante operaciones de mercado abierto a muy corto plazo, y así el Banco de México se movió hacia una posición acreedora.

A ello sumó los swaps de tasas de interés y una penalización de 3 veces Cetes a los que incurrieran en sobregiros en sus cuentas.

Luego, ya para el 10 de septiembre, ante una depreciación brusca de 3% del tipo de cambio y cuando éste había llegado a 10.64 pesos por dólar, la Comisión de Cambios decidió intervenir en el mercado cambiario de manera directa y no por el mecanismo automático de venta de dólares que se activaba cuando el peso se depreciaba 2% y vendió un total de 278 millones de dólares.

En 1998, la banca comercial se quitó dos grandes piedras del camino. La Suprema Corte falló a favor de la legalidad del cobro de intereses sobre intereses y el Banco de México encontró una mejor manera de apoyarlos sin hacer olas o rendir cuentas al Congreso de la Unión.

Entre agosto y septiembre, el Banco de México diseñó un mecanismo para apoyar a los bancos sin mayores problemas. Aprovechando el amplio margen de maniobra que le da el monopolio de la emisión de dinero puso a buen resguardo de las fluctuaciones y riesgos de las tasas de interés 52,465 millones de pesos del sector bancario.

Ernesto O'Farrill, presidente de la consultoría Bursamétrica afirmó en entrevista que la medida del Banco de México, es un mecanismo para limitar pérdidas posteriores de la banca comercial.

Explicó que es prácticamente una ayuda, un mecanismo de salida que se le dio a la banca que evitó a los bancos las pérdidas del momento en que se hizo el mecanismo hacia delante por el alza en las tasas de interés.

Señaló que de hecho a partir del 1 de octubre, el Banco de México comenzó a pagar a los bancos el monto de la comparación entre las tasas de interés de ese día que fue adverso al Banco de México.

El experto cuestionó duramente que este mecanismo de salida se ofreciera sólo a los bancos comerciales y no a las casas de bolsa o a los inversionistas de las Sociedades de Inversión.

"¿Por qué solo a la banca?, ¿Por qué le das un mecanismo de salida a Roberto Hernández de Banamex y a Antonio Del Valle de Bital y no un mecanismo de salida a jubilados que están en fondos de inversión?, ¿Sobre la base de qué se tomó la decisión?"

De hecho se suponía que el propio Banco de México debiera informar cuánto pagó por este sistema de coberturas, y cuáles fueron las tasas promedio de las distintas subastas a las que colocó y cómo las colocó.

De hecho se supondría que la información sobre este mecanismo debiera ser transparente para todos los agentes del mercado. Pero eso no fue así.

"No hay suficiente información. Si creen mucho en las reglas del mercado debe haber transparencia en la información, este aspecto es el tercer pilar de la política monetaria del Banco de México y no se cumple", criticó el entrevistado.

Hay que decir que con el objetivo de abatir la inflación, el Banco de México tuvo que controlar la acelerada depreciación del tipo de cambio por la crisis financiera internacional, presionando al alza a las tasas de interés de corto plazo y recrudesciendo su política monetaria. Como los bancos no obedecían las señales del Banco de México -el sucesivo aumento de los cortos- porque el aumento en las tasas de interés les ocasionaba serios quebrantos en sus operaciones, se dio un enfrentamiento por todos conocido, entre el Banco de México y los bancos comerciales en un mes de mucha volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Este conflicto terminó cuando el Banco de México les ofreció a los bancos una cobertura denominada "swap de tasas de interés" con lo cual intercambiaron los riesgos en las tasas. La banca comercial absorbió los riesgos de una tasa flotante y el Banco de México los riesgos de una tasa fija de los valores del gobierno en circulación, lanzándoles la autoridad nuevamente un salvavidas.

¿Por qué la férrea oposición de los bancos comerciales a incrementar las tasas de interés?

La razón la dio a conocer la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en su Boletín Estadístico de Banca Múltiple correspondiente al segundo trimestre de ese año. Como se sabe, el negocio de cualquier banco comercial es la intermediación financiera, con los intereses que cobra debe pagar los intereses de los ahorradores, cubrir sus costos de operación y generar utilidades.

Sin embargo, a junio de 1998, todavía antes de la burbuja especulativa, los intereses que cobraban los bancos comerciales apenas si les alcanzaban para cubrir los intereses para pagar su cartera de crédito.

En el primer semestre del año, los ingresos de los bancos por concepto de intereses de los créditos que otorgan ascendieron a 61,676 millones de pesos, de donde 27, 698.6 millones de pesos provinieron de los intereses que generan los pagarés del Fobaproa.

Los ingresos por intereses de 61,676 millones de pesos apenas alcanzaron para cubrir los intereses para pagar a los ahorradores que ascendieron a 61,264 millones de pesos.

Así, el 45% de los intereses que cobra la banca comercial provienen de los intereses de los créditos del Fobaproa. Es decir, los bancos le cobraban en ese año a Fobaproa el 45% de los intereses totales que se generan en el sistema financiero y es gracias a los intereses del Fobaproa que la banca comercial puede cubrir los intereses de los ahorradores en ese periodo.

Pero hay más, los intereses que pagó el Fobaproa a los bancos son ligeramente superiores a los costos de operación de la banca. De nuevo, si Fobaproa no pagara intereses la banca comercial no podría operar.

Los intereses que generaban los pagarés del Fobaproa ( alrededor de 27,698.6 millones de pesos) representan poco más de la totalidad de los gastos de operación del sistema bancario que ascendieron a 25,939.82 millones de pesos en el primer semestre del año.

Durante el primer semestre del año, la frágil situación del sistema bancario se ha venido deteriorando. En este periodo la banca registró una pérdida de 317 millones de pesos entre abril y junio de 1998.

A esta situación se sumó que las utilidades bancarias habían venido cayendo. Todos los problemas que han rodeado al sistema financiero ese año, Fobaproa, el escándalo de Casablanca, la volatilidad internacional, y hasta hace poco la resolución sobre la legalidad o no del cobro de intereses sobre intereses, colocaron a la banca comercial al borde del precipicio. Pero para ese momento sólo les quedaba el asunto del Fobaproa.

La fragilidad de la banca también se puso de manifiesto cuando se observó que en el primer semestre del año, el resultado neto de los bancos ascendió a 1,832 millones de pesos, lo que equivalió a una caída del 50% en términos reales de sus utilidades con respecto al obtenido en los primeros seis meses de 1997, en que fue de 3,183.17 millones de pesos.

Asimismo, a junio de 1998 los créditos al Fobaproa del total de los bancos representaron 255,239.45 millones de pesos, monto equivalente a poco más de la tercera parte (35%) de la cartera vigente que es de 724,742 millones de pesos.

La CNBV destacó en su informe trimestral que el índice de morosidad de la banca bajó a 10.85% en junio. Sin embargo, la cartera vencida de créditos en Unidades de Inversión (Udis) se elevó 24.4% del total, cuando en septiembre de 1997 era de 16.65%.

De hecho, la misma CNBV previó, que dadas las condiciones de crisis asiática, bajos precios del petróleo y la aprobación del Fobaproa, se detuviera el crecimiento de la cartera de crédito y se siga incrementando la cartera vencida.

La capitalización para cubrir riesgos de crédito, era otro problema. Este indicador bajó a 16.7% en el primer semestre del año, y considerando los riesgos del mercado bajó a 13.6%, lo que se comparó de manera desfavorable con los índices registrados en diciembre de 1997.

Por el lado del financiamiento, y de acuerdo con información del Banco de México, la importancia de la cartera de Fobaproa en el saldo del financiamiento bancario pasó de 24.90% en diciembre de 1997 a 26.30% en agosto de 1998.

El mismo presidente de la Asociación de Banqueros de México, Carlos Gómez y Gómez ha reconocido que el financiamiento de la banca al sector privado no ha alcanzado los niveles previos de la crisis ( al mes de agosto pasado el financiamiento total al sector privado fue de 0% en comparación con el mismo mes de 1997).

Como consecuencia de todo lo anterior, el margen de operación del sistema bancario apenas si se sostenía por los intereses que le genera su posición de valores o la tenencia de valores gubernamentales.

Es más, el margen financiero de los bancos provino en gran parte de los intereses generados por la tenencia de valores en el mercado de dinero que fue de 21,924 millones de pesos en el segundo trimestre del año. Muy por encima de los 9,882 millones de pesos que generó este rubro en el primer trimestre del año.

Es entonces de las operaciones en el mercado de dinero (por la compra y venta de valores gubernamentales) y no por la intermediación financiera de donde provienen las utilidades banca.

Bajo estas condiciones, cuando en agosto el Banco de México presionó al alza las tasas de interés atrapó a los bancos con títulos de valores a mediano y largo plazo a tasas de interés fijas ocasionándoles de inmediato minusvalías, pérdidas y algunos quebrantos.

El 27 de agosto --luego de que los problemas entre los banqueros y el Banco de México alcanzaban su punto más álgido y amenazaban seriamente la estadia de Guillermo Ortiz en el Banco de México-- el banco central anunció dos nuevas disposiciones sin antecedentes en el Banco de México. La Circular-Telefax 33/98 y la Circular-Telefax 34/98.

Después, en el mes de septiembre -- el 14 de septiembre y cuando las tasas de interés estaban en su punto más alto-- emitió dos disposiciones más, la Circular-Telefax 45/98 y la Circular-Telefax 46/98.

Dichas disposiciones ofrecieron a los bancos comerciales cubrir hasta un total de 52,465 millones de pesos a ciertas tasas de interés. Si las tasas suben el Banco de México paga la diferencia a los bancos comerciales, si las tasas bajan es al contrario, los bancos le pagan al banco central.

Sirva como ejemplo que si de los 52,465 millones de pesos que el Banco de México ofreció cubrir a los bancos comerciales, 10,000 millones los cubrió a una tasa de 20%, pero si cuando vence el contrato, el día en que se lleva cabo la liquidación, la tasa de interés es del 50%. En ese momento, el Banco de México deber pagar a los bancos la diferencia. Un 30% de rendimiento sobre los 10,000 millones de pesos, es decir, el equivalente a 3 millones de pesos.

El 1 de octubre, el Banco de México comenzó a pagar a los bancos comerciales liquidaciones por los swaps que subastó entre los agentes financieros, pero pese a la promesa de que habría mayor transparencia, el banco central no informó a cuánto ascendieron esas liquidaciones y en consecuencia en cuánto afectaron el remanente de operación del banco central y además sin la necesidad de pasar por la supervisión del Congreso de la Unión.

Cabe señalar que los dos últimos años este remanente se utilizó para pagar los pasivos del Fobaproa, pero luego la Cámara de Diputados llamó la atención sobre que los ingresos adicionales para la federación -como el caso del remanente-debían por ley destinarse a gasto social.

A la fecha se desconoce cómo operaron las subastas de estos nuevos instrumentos, las tasas a las que colocaron, por lo que es muy difícil evaluar el costo que implicó en ese momento para el Banco de México.

A detalle, cabe decir que las dos primeras circulares (33/98 y 34/98) subastaron coberturas a los bancos hasta por 25,000 millones de pesos, pero la demanda fue de 50,000 millones. El día de la subasta sólo colocaron 24,100 millones de pesos.

El exceso de demanda se terminó por cubrir con las Circulares 45/98 y 46/98 que se emitieron el 14 de septiembre cuando las tasas de interés se encontraban en el punto más alto. En esta ocasión, el Banco de México ofreció coberturas por 28,365 millones de pesos, de las que colocó 23,000 millones de pesos.

En síntesis, el Banco de México, como si fuera un agente privado, adquirió riesgos sobre este dinero, que representaban más del 100% del total de los ajustes que a esa fecha había tenido que hacer la Secretaría de Hacienda para compensar la caída del precio del petróleo-- apostando a la posibilidad en el largo plazo de ganar y no perder, pero sus últimas predicciones no habían sido las más acertadas.

A manera de ejemplo, cabe describir a una de estas circulares.

La Circular-Telefax 33/98 estableció que:

"El Banco de México con fundamento en los artículos 7 y 14 de su Ley, y con el objeto de reducir los riesgos en que esas instituciones (las de banca múltiple) puedan incurrir por la estructura de tasas de interés de sus operaciones activas y pasivas, ha resuelto subastar derechos para celebrar contratos de intercambios de flujo de dinero, provenientes de la comparación de las tasas de interés nominales (swaps de tasas de interés) con 6 y 12 liquidaciones periódicas hasta por un total de 10,000,000,000.00 (Diez mil millones de pesos 00/100 MN)".

En el primer apartado de esta Circular define que las Liquidaciones Periódicas (pagos o amortizaciones) se llevarán a cabo conforme al monto de referencia (una cantidad expresada en múltiplos de 1 millón de pesos indicada en las posturas asignadas).

Estas Liquidaciones Periódicas son la cantidad a cargo o a favor del Banco de México o de la institución de banca múltiple que haya recibido asignación cuyo monto resulte de comparar la Tasa de Interés Nominal Fija y la Tasa de Interés Nominal Variable, en las fechas de liquidación.

Así, la disposición del Banco de México establece que los Swaps de 6 Liquidaciones Periódicas se empiecen a pagar el 1 de octubre de 1998 y acaben de amortizarse el 18 de febrero de 1999. En el caso de los swaps con 12 Liquidaciones Periódicas empezaron a ocurrir también el 1 de octubre de 1998 y terminaron el 5 de agosto de 1999.

En la disposición se establece que la Tasa de Interés Nominal Mínima a la que el Banco de México estuvo dispuesto a recibir fue de 27%. Solo cabe mencionar que la semana anterior la tasa de interés de los valores gubernamentales había sido de 34.45%, en tanto, la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) ascendió a 39.84%.

Con un esquema similar, la Circular-Telefax 34/98 cubrió hasta 15,000 millones de pesos en swaps de 19 y 30 liquidaciones. El monto a amortizar resultar de comparar la Tasa de Interés Real Fija y la Tasa de Interés Nominal Variable en las fechas de liquidación sobre el total colocado.

Los swaps con 19 liquidaciones se empezaron a amortizar el 1 de octubre y terminaron de pagarse el 17 de febrero del año 2000. Los swaps con 39

liquidaciones se empezaron a pagar también el 1 de octubre de este año y terminaron de pagarse el 30 de agosto del año 2001. La Tasa de Interés real Mínima a la que el Banco de México estuvo dispuesto a recibir posturas para los swaps de 19 liquidaciones fue de 11%, y para los swaps de 39 liquidaciones fue de 7.75%.

La Circular 45/98 establece coberturas con 3 y 9 liquidaciones por un total de 15,000 millones de pesos, que se colocaron en su totalidad el 21 de septiembre, de donde el monto a pagar depende de la comparación de las Tasas de Interés Nominal Fija y la Tasa de Interés Nominal Variable en las fechas de terminación del convenio.

Los swaps con 3 liquidaciones comenzaron a pagarse el 22 de octubre y se terminaron de amortizar el 17 de diciembre de 1998. En el caso de los swaps con 9 liquidaciones, también se comenzaron a pagar el 22 de octubre y se amortizaron en su totalidad el 3 de junio de 1999.

En esta ocasión, la Tasa de Interés Nominal mínima a la que recibió el banco central fue de 37% anual en el caso de los swaps con 3 liquidaciones y de 31.48% para los swaps de 9 liquidaciones.

La Circular-Telefax 46/98 contempló la creación de swaps o coberturas con 19 y 39 liquidaciones por un total de 6 millones de Unidades de Inversión (Udis) y que equivalen a aproximadamente a 13,365 millones de pesos.

El 21 de septiembre se subastaron dichas coberturas de las que se colocó un total de 3,625 millones de Udis, el equivalente a 8,100 millones de pesos.

La cantidad a cargo o a favor del Banco de México o de la institución de banca múltiple que haya recibido la asignación, resulta de comparar la Tasa de Interés Real Fija y la Tasa de Interés Nominal Variable.

Los swaps con 19 liquidaciones periódicas se amortizaron entre el 22 de octubre de 1998 y el 9 de marzo del año 2000. En el caso de los swaps con 39 liquidaciones estos se liquidaron entre el 22 de octubre de 1998 y terminaron el 20 de octubre de 2001.

La Tasa de Interés Real mínima a la que el Banco de México estaba dispuesto a recibir en el caso de los swaps con 19 liquidaciones periódicas fue de 11.74% y para los swaps con 39 liquidaciones era de 8.74% anual.

En ese entonces el mismo Banco de México reveló que no tenían un costo estimado para el erario público de esta disposición: "Es muy difícil saber el costo o las utilidades que le generaron al Banco de México esta serie de disposiciones. Pero vamos a suponer que cuando lleguen a vencimiento de estos instrumentos, la tasa de interés es del 20%, pero los instrumentos que ellos nos dieron están al 25%. En este momento el Banco de México tiene una utilidad, eso es lo que

sucede. Pero puede pasar, que a lo mejor no estén en 25% y que estén por arriba. En este caso, el banco central no tiene ninguna utilidad y entonces sí tiene una pérdida. Es el riesgo, es un swap contra el remanente de operación del banco central”.

La apuesta del banco central, dijeron, es que las tasas de interés de aquí a algunos meses, posiblemente estén por debajo de esas tasas fijas. Entonces, en el corto plazo, pues obviamente que el banco está pagando dinero. Pero de aquí a un año, la apuesta del Banco de México es que gane.

Se explicó que esta medida se usó ahora y no antes por una razón muy sencilla, no había la necesidad, y “si no lo hubiéramos hecho la banca mexicana hubiera tenido un desequilibrio tan brutal en sus portafolios que hubieran prácticamente quebrado”.

Si estos swaps de tasas de interés se les hubieran ofrecido a banqueros que antes de la crisis se amarraron a tasas fijas, muchos de ellos no hubieran perdido sus bancos o bien no los hubieran tenido que malbaratar a los bancos extranjeros.

Pero aclararon que estas coberturas no fueron medidas individuales. Fue una subasta, los títulos se ofrecieron a todos. Entre los participantes hubo un prorrato de acuerdo al capital y eso se manejó de una manera absolutamente transparente. El banco lo que tomó fue justamente el promedio que más le convenía.

Destacaron que un mecanismo así no podía ofrecerse a los deudores, porque de entrada, “con la emergencia no acabarías nunca de ver a todos los deudores y porque se está contemplando en el paquete del Fobaproa.

Sin embargo, dijeron, este mecanismo de los swaps-- de alguna forma le aligera los réditos a los deudores, porque los bancos no van a tener que incrementar brutalmente las tasas. Cuando el banco ya no le repercute todo el costo a su acreedor, esa también es una ventaja para el deudor y no tiene impacto inflacionario.

Por su parte, Pedro Zorrilla Velasco, director técnico de la Asociación de Banqueros de México, refirió que en el corto plazo, la inesperada alza en las tasas de interés significaba para la banca un desbalance importante en sus riesgos. Entre los que tiene en la parte de la captación y los que tiene en la parte de la colocación del crédito.

Lo que pasó, explicaron, con la creación de este mecanismo, es que el gobierno y el Banco de México reconocieron esta situación y ofrecieron a los bancos comerciales intercambiar los riesgos.

Ante la pregunta de sobre si este mecanismo es una especie de salvavidas, apoyo adicional o nuevo programa de apoyo, Pedro Zorrilla argumentó que esta es una medida que tiene únicamente como objetivo mantener un mejor y más adecuado

equilibrio entre los riesgos que siempre tienen dos contrapartes en una operación de crédito. El que coloca y el que toma, o el que pide prestado y el que presta.

En México, la colocación de valores por parte del gobierno sirve para dos propósitos, el primero para el manejo de las finanzas públicas y el segundo dentro de las facultades del Banco de México, a través de las operaciones en el mercado primario y secundario que regula la política monetaria.

Es en función de estos dos objetivos o requerimientos, como se van tomando decisiones de plazo y de tasas de acuerdo con lo que el mercado va determinando.

Por lo tanto, este último incremento fuerte de tasas fue inesperado y las condiciones inmediatamente anteriores motivaron que la estructura de riesgos fuera muy distinta.

Y fue más lejos, el representante del máximo órgano de los banqueros afirmó que el objetivo del gobierno es hacer un buen manejo de finanzas públicas y el del Banco de México mantener una política monetaria acorde con sus principios y objetivos que le marca su ley y en ningún caso obtener un gran beneficio del movimiento de tasas,

"máxime si ese movimiento de tasas afectaba de manera tan importante a la banca, por lo que el gobierno revisó su posición y estuvo dispuesto a intercambiar estos riesgos en proporciones que ni afecten las finanzas del gobierno, la estructura de deuda del gobierno, y además sin imponer a la banca un sacrificio innecesario en el corto plazo. El alza de las tasas en el corto plazo implica hoy por hoy reconocer una minusvalía muy grande, pero cuando las tasas volvieran a bajar el banco obtendrá una plusvalía en su posición, pero eso nunca se consignó en los informes del Banco Central.

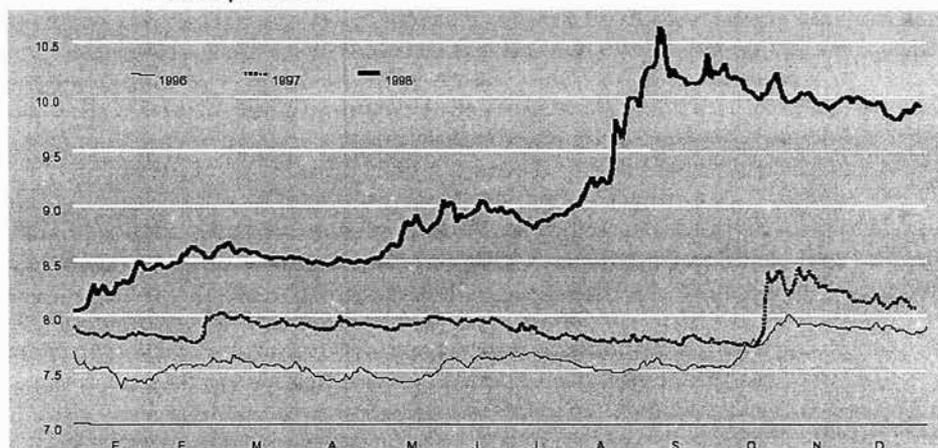
### **6.1.2. Evolución del tipo de cambio e intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario.**

En 1998, el tipo de cambio abrió con 8.26 pesos por dólar y cerró en 9.89 pesos, alcanzando su punto más alto en septiembre de 10.64 pesos por dólar.

La meta de inflación no se cumplió, pues el INPC cerró en 18.61%, el diferencial de 6.6 puntos porcentuales entre la inflación y la meta establecida al final del año previo de 12%, se explica prácticamente en su totalidad por el comportamiento inesperado de las siguientes variables: el tipo de cambio; los salarios; los precios de las frutas y legumbres; y los precios administrados por el sector público. Las aportaciones de cada una de ellas al diferencial en cuestión fueron, respectivamente, de 2.19, 1.59, 1.47 y 1.33 puntos porcentuales. Y cabe señalar que en este año el Banco de México comienza a llamar la atención al comportamiento de una nueva medida de inflación que se conoce ahora como la

Inflación Subyacente y a la que se le quitan todos los efectos coyunturales para ver la tendencia en el mediano plazo del aumento de los precios.

Tipo de Cambio Interbancario 48 horas  
Pesos por dólar



Fuente: Banco de México

Ante el grave proceso de depreciación del peso, el Banco de México como hemos venido mencionando operó los dos esquemas de compra y venta de dólares y una vez de plano intervino de manera directa en el mercado para mitigar el proceso de depreciación. Lo que se puede ver en los siguientes cuadros.

**Compras de Dólares a Instituciones de Crédito Mediante el  
Mecanismo de Opciones**  
Millones de dólares

1998	Monto subastado	Monto ejercido
Enero	250	49
Febrero	250	0
Marzo	250	250
Abril	500	460
Mayo	250	149
Junio	250	0
Julio	500	500
Agosto	250	0
Septiembre	250	20
Octubre	0	0
Noviembre	0	0
Diciembre	0	0
<b>Total</b>	<b>2,750</b>	<b>1,428</b>

**Venta de Dólares a Través del Mecanismo de Subasta**  
Millones de dólares

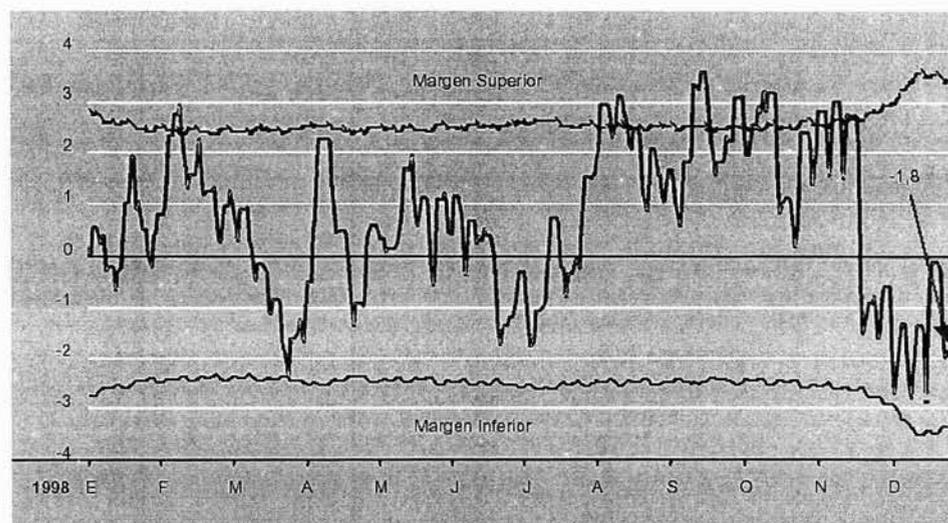
Fecha	Monto
27 de octubre de 1997	200
30 de octubre de 1997	200
6 de noviembre de 1997	200
<b>Total 1997</b>	<b>600</b>
12 de enero de 1998	75
27 de mayo de 1998	10
21 de agosto de 1998	200
26 de agosto de 1998	200
10 de septiembre de 1998*	200
21 de septiembre de 1998	10
8 de octubre de 1998	200
<b>Total 1998</b>	<b>895</b>
<b>Total 1997-1998</b>	<b>1495</b>

\* En esta fecha la Comisión de Cambios decidió vender adicionalmente 278 m.d. directamente en el mercado.

### 6.1.3 Comportamiento de la base monetaria, crédito interno neto y reservas internacionales.

En 1998 la base monetaria aumentó 22.6 mil millones de pesos, lo que significó un incremento real de 1.8%. De acuerdo con las expectativas del Banco Central, el saldo de la base monetaria se movió dentro de lo estimado, por lo que consideró que no había aplicado por esta vía una política restrictiva.

Desviaciones del Saldo Observado de la Base Monetaria Respecto del Pronóstico en 1998



Al cierre de 1998 la contracción del crédito interno neto había rebasado los 100 mil millones de pesos y la acumulación de activos internacionales observó un aumento de casi 3 mil millones de dólares.

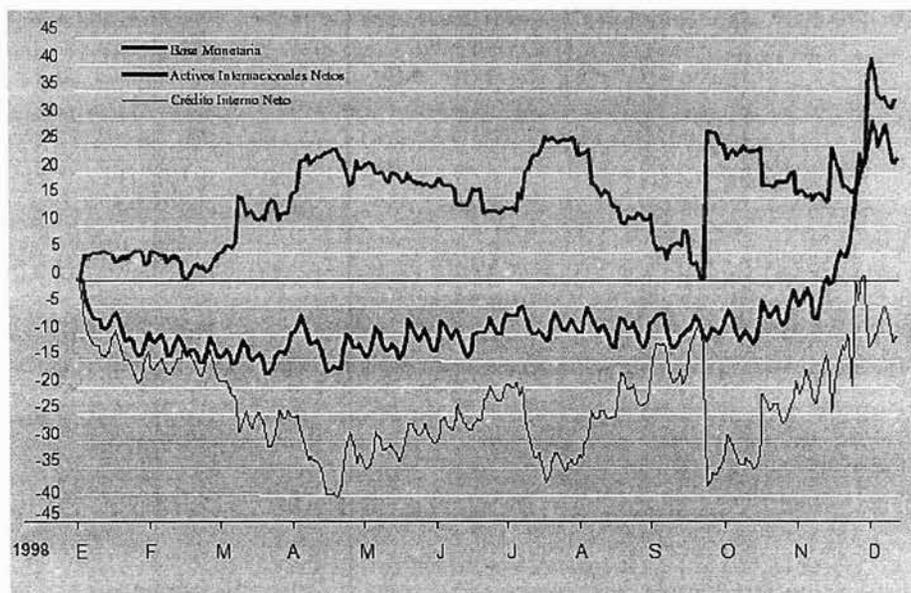
## Oferta y Demanda de Base Monetaria

Saldos en millones de pesos

	Componentes de la Oferta de Base monetaria		Base monetaria	Componentes de la Demanda de Base monetaria	
	Crédito interno neto (1)	Activos internacionales netos (2)	(1)+(2)=(3)=(4)+(5)	Billetes y monedas en circulación (4)	Depósitos bancarios (5)
1997					
Dic	-51,049	159,940	108,891	108,736	155
1998					
Ene	-72,204	171,295	99,091	98,998	93
Feb	-73,085	171,041	97,956	97,929	27
Mar	-85,228	180,858	95,630	95,415	215
Abr	-89,899	188,581	98,682	98,682	0
May	-93,574	194,947	101,373	101,306	67
Jun	-96,801	195,984	99,183	99,023	160
Jul	-101,188	203,898	102,710	102,686	24
Ago	-109,884	211,250	101,366	101,366	0
Sep	-109,261	209,174	99,913	99,913	0
Oct	-116,347	221,341	104,994	104,953	41
Nov	-106,545	215,871	109,326	108,650	676
Dic	-100,836	232,364	131,528	131,109	419

## Base Monetaria y sus Componentes

Flujos efectivos acumulados en el año, cifras en miles de millones de pesos



## Financiamiento

Este año el financiamiento de la Banca Comercial al Sector Privado No Bancario continuó con su caída y cayó 2.9%, excluyendo los financiamientos a los bancos intervenidos este se cayó 3.2%.

### Financiamiento Canalizado por la Banca Comercial al Sector No Bancario<sup>1</sup>

Miles de millones de pesos

	Saldos a diciembre			Flujos anuales		Var. % Real de los Saldos
	1996	1997	1998	1997	1998	Dic 1998/ Dic 1997
<b>Financiamiento interno por tipo de cartera</b>	<b>909.7</b>	<b>990.3</b>	<b>1,140.9</b>	<b>80.6</b>	<b>150.6</b>	<b>-2.9</b>
1. Cartera propia con el sector no bancario	529.8	543.2	625.3	13.4	82.1	-2.9
1.a Sector privado <sup>2</sup>	510.8	499.1	562.5	-11.7	63.4	-5.0
1.b Estados y municipios	4.5	9.7	14.1	5.2	4.4	22.6
1.c Sector público no financiero	14.5	34.4	48.7	19.9	14.3	19.4
2. Títulos a cargo de FOBAPROA <sup>3</sup>	176.6	245.9	316.3	69.3	70.4	8.4
3. CETES especiales (reestructuras en UDIs) <sup>4</sup>	203.3	201.2	199.3	-2.1	-1.9	-16.5
3.a Por cartera traspasada del sector privado	175.7	173.8	171.4	-1.9	-2.4	-16.9
3.b Por cartera traspasada de estados y municipios	27.6	27.4	27.9	-0.2	0.5	-14.2
<b>Financiamiento por usuario</b>	<b>909.7</b>	<b>990.3</b>	<b>1,140.9</b>	<b>80.6</b>	<b>150.6</b>	<b>-2.9</b>
4. Financiamiento al sector privado (1.a+2+3.a) <sup>5</sup>	863.1	918.8	1,050.2	55.7	131.4	-3.6
5. Financiamiento a estados y municipios (1.b+3.b)	32.1	37.1	42.0	5.0	4.9	-4.6
6. Financiamiento al sector público no financiero (1.c)	14.5	34.4	48.7	19.9	14.3	19.4

1. Incluye cartera vigente, vencida, redescontada, vendida a FOBAPROA, traspasada a los fideicomisos UDIs, intereses devengados, vigentes y vencidos, y el crédito de las agencias de bancos mexicanos en el exterior.

2. Incluye empresas, particulares e intermediarios financieros no bancarios.

3. Valores resultantes de la cesión de cartera a FOBAPROA.

4. Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos UDIs.

5. Incluye crédito y valores en poder de la banca comercial, más cartera cedida a FOBAPROA, más cartera traspasada a los fideicomisos UDIs.

## Financiamiento Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado excluyendo Bancos Intervenido o en Situación Especial <sup>1</sup>

Miles de millones de pesos

	Saldos a diciembre			Flujos anuales		Var. % real de los saldos
	1996	1997	1998	1997	1998	Dic 1998/ Dic 1997
Total (I+II)	718.2	782.1	897.5	63.9	115.4	-3.2
I. Empresas y personas físicas con actividad empresarial (A+B)	524.0	561.0	658.6	37.0	97.6	-1.0
A. Crédito	490.4	528.0	612.7	37.6	84.7	-2.2
B. Valores	33.6	33.0	45.9	-0.6	12.9	17.3
II. Personas físicas (a+b)	194.2	221.1	238.9	26.9	17.8	-8.9
a. Consumo (1+2)	27.0	27.6	29.9	0.6	2.3	-8.6
1. Tarjeta de crédito	18.0	18.9	20.8	0.9	1.9	-7.3
2. Bienes de consumo duradero	9.0	8.7	9.1	-0.3	0.4	-11.8
b. Vivienda	167.2	193.5	209.0	26.3	15.5	-8.9

1. Las cifras reportadas incluyen la cartera vigente, redescontada, los intereses devengados y la cartera traspasada a FOBAPROA y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en UDIs.

Algo destacó en 1998 respecto al análisis del crédito y es que el Banco de México se puso a analizar de donde estaban saliendo los recursos para el financiamiento si la banca no estaba prestando. Así fue como se dio a conocer y se levantó la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio en que se sondeaba a unas 500 empresas y donde se concluían no sólo las razones del porqué no se prestaba ya de todos conocidas, sino el papel preponderante de los proveedores en el otorgamiento directo de financiamiento a estas empresas.

## Resultados de las Encuestas de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio Correspondientes a 1998<sup>1</sup>

Porcentaje de respuesta

	Trimestres			
	Primer	Segundo	Tercer	Cuarto
<b>Utilizaron crédito</b>	<b>34.1</b>	<b>42.1</b>	<b>34.5</b>	<b>38.3</b>
Para capital de trabajo	53.2	57.2	53.5	58.5
Para reestructuración de pasivos	17.0	14.4	10.5	10.6
Para operaciones de comercio exterior	14.0	8.2	7.0	7.4
Para inversión	11.1	15.4	21.5	19.8
Otros propósitos	4.7	4.8	7.5	3.7
<b>No utilizaron crédito</b>	<b>65.9</b>	<b>57.9</b>	<b>65.5</b>	<b>61.7</b>
Por altas tasas de interés	27.0	31.4	33.6	31.6
Problemas de demanda por sus productos	14.7	4.9	4.0	3.7
Negativa de la banca	13.6	13.7	16.9	17.9
Incertidumbre sobre la situación económica	12.1	17.7	20.9	19.7
Problemas de reestructuración financiera	7.9	9.5	6.4	8.8
Rechazo de solicitudes	5.7	6.6	5.0	4.1
Cartera vencida	5.5	6.8	6.0	6.6
Problemas para competir en el mercado	5.2	4.9	4.4	5.0
Otros	8.3	4.5	2.8	2.6
<b>Fuentes de financiamiento</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
Proveedores	37.8	35.7	40.9	47.3
Bancos comerciales	28.0	30.6	24.9	24.6
Bancos extranjeros	14.4	8.2	9.1	6.8
Otras empresas del grupo corporativo	12.7	12.9	16.2	12.1
Bancos de desarrollo	2.6	5.9	4.7	3.8
Otros pasivos	4.5	6.7	4.2	5.4

1. Muestra con cobertura nacional de por lo menos 500 empresas.

Por último, cabe destacar que este año fue cuando Fobaproa saltó a los reflectores. Luego de una gran polémica se aprobaron la Ley de Protección al Ahorro Bancario, con la que se creó el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) que sustituyó al Fobaproa, y la Ley de Protección y Defensa al usuario de Servicios Financieros, que dio lugar a la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros.

### 6.2 1999 La consolidación de los instrumentos de política monetaria.

#### 6.2.1. El programa monetario en 1999. El inicio de la transición hacia objetivos de inflación y pérdida de importancia del seguimiento de la base monetaria y límites trimestrales de crédito.

Con base en un crecimiento de 3%, menor al de 1998, el Banco de México obtuvo en 1999 un buen año para la política económica, pese al turbulento inicio que llevó al dólar de manea momentánea a 11 pesos.

En enero, el Banco se comprometió a que la base monetaria aumentara 18.1% respecto de su monto al cierre de 1998 (131,109 m.p.). Así, el crecimiento esperado de la base es superior al resultado de combinar las proyecciones para 1999 del crecimiento real del PIB (3%) y de la inflación (13%), en virtud de que se anticipa una remonetización del orden de 1.5% del monto de la base al cierre de 1998. Es pertinente recordar que la remonetización responde a la evolución de las tasas de interés y de las expectativas inflacionarias. Debido a que se esperaban disminuciones de estas variables en el transcurso de 1999, se estima que dichas variaciones induzcan una mayor demanda de dinero primario.

El flujo anual de base se estima en 23,780 m.p., el cual da lugar, a su vez, a un saldo de 154,889 m.p. al cierre de 1999. El intervalo de confianza para dicha cifra del saldo de la base monetaria, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima fue, al cierre de 1999, de 159,000 a 150,800 m.p.

El Banco continuó publicando el pronóstico de saldo de base monetaria diario y los límites trimestrales al crédito interno neto.

### Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto en 1999

Fujos efectivos acumulados en millones

Trimestres	Aumentos mínimos de los activos internacionales netos		Base monetaria	Limitaciones a las variaciones del crédito interno neto <sup>1</sup>
	Dólares (A)	Pesos (B)	Pesos (C)	Pesos (C-B)
I	0	0	-7,776	-7,776
II	0	0	-10,049	-10,049
III	0	0	-10,239	-10,239
IV	0	0	23,780	23,780

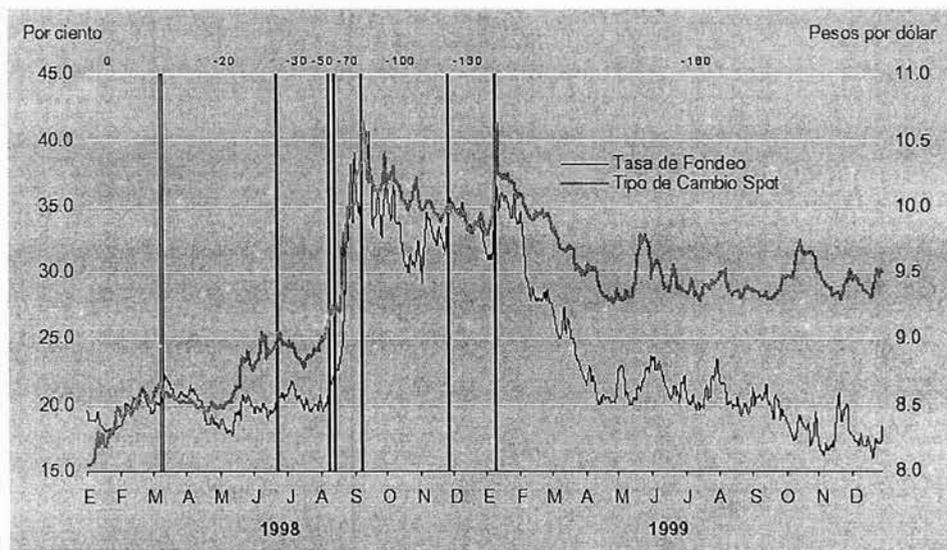
1. Si el límite es negativo, se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

1999 fue un buen año para la política monetaria del banco central, pues cumplió su meta de inflación luego del descalabro de 1998, al ubicarse el aumento de los precios en 12.32% cuando la meta dada a conocer en enero de ese año había sido de 13%; misma que se acompañó de un aumento de los billetes y monedas en circulación 21% por encima de lo programado.

También ese año el Banco de México superó la meta de acumulación de reservas y se desvió de su estimación de aumento de base monetaria, compuesta en su mayor parte de billetes y monedas en circulación, en 21% como se mencionó.

A lo largo de 1999, el Banco de México mantuvo su política restrictiva estable en un total de 160 millones de pesos (corto) casi todo el año.

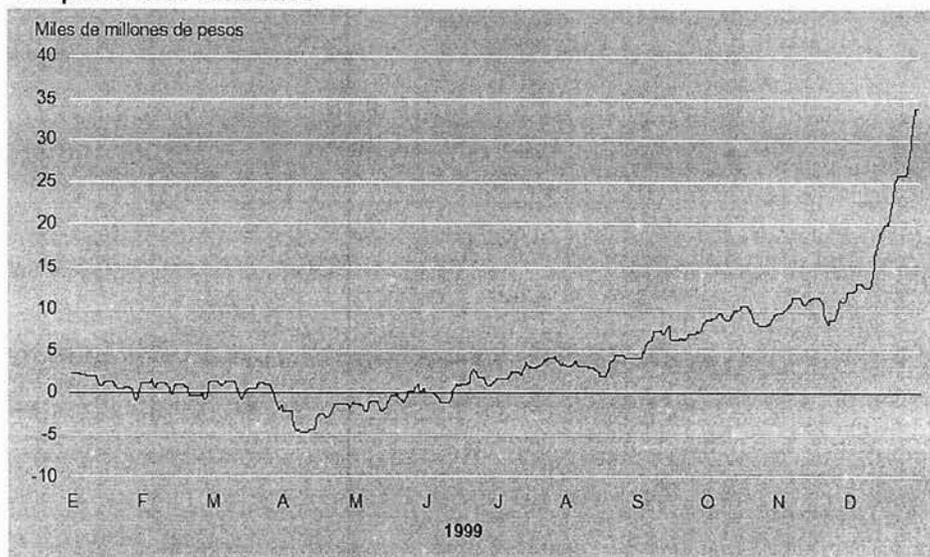
## Tasa de Fondeo, Tipo de Cambio "Spot" y Objetivos de Saldos Acumulados



Ultima observación: 30 de diciembre de 1999.

El fenómeno que más llamó la atención ese año fue el crecimiento de la base monetaria por encima de lo programado, donde esta diferencia alcanzó 33,829 millones de pesos y que se atribuyó en una parte importante a la recuperación de los sueldos y salarios y al efecto del cambio informático del año 2000, entre otros.

## Desviaciones del Saldo Diario Observado de la Base Monetaria Respecto del Pronóstico



Sin embargo y de acuerdo con el banco central, coadyuvaron a bajar la inflación, la aplicación congruente y oportuna de la política monetaria; la apreciación y subsecuente estabilidad del tipo de cambio; la evolución favorable de los precios de las frutas y verduras y el comportamiento según lo previsto de los bienes y servicios suministrados por el sector público y; la sólida postura fiscal.

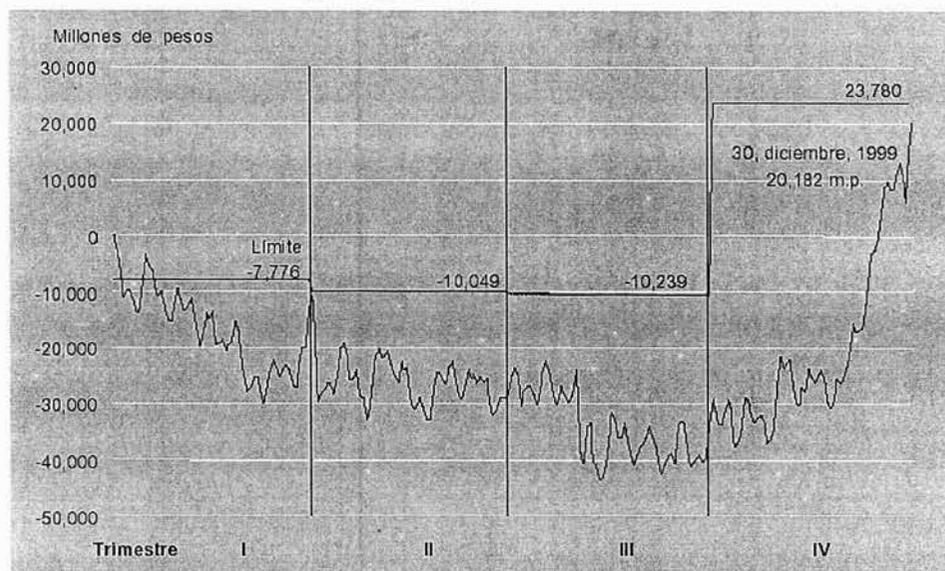
Entre el 31 de diciembre de 1998 y el cierre de 1999, los activos internacionales netos (reservas internacionales menos pasivos con el FMI) crecieron 3 mil 900 millones de dólares. Incremento superior a la meta correspondiente incluida en el programa monetario. La cual estimaba por lo menos ante la incertidumbre de principios de año no desacomular activos internacionales netos.

Dicha acumulación fue resultado de ingresos netos por operaciones con Pemex por 7 mil 421 millones; ingresos netos por operaciones con las instituciones de crédito por 1 mil 820 millones de dólares, provenientes de las opciones (2 mil 225 millones), menos las divisas entregadas a través del mecanismo de ventas automáticas en subasta (405 millones).

Asimismo, ingresos netos provenientes de depósitos de fideicomisos por 50 millones de dólares; egresos por ventas de divisas al gobierno federal por 6 mil 415 millones de dólares; y un resultado neto positivo de 1 mil 024 millones de dólares por otras operaciones, incluidos los rendimientos generados por los activos internacionales netos.

## Crédito Interno Neto en 1999

### Flujos Acumulados\*



\*La acumulación es a partir del inicio del año.

En el caso del crédito interno neto, se observó un aumento de 20,182 millones de pesos, lo que implicó respetar el límite establecido en la meta.

A detalle, para el banco central, en 1999 dos temas capturaron la atención de las autoridades y de los analistas: la determinación del nivel del "corto" necesario para alcanzar la meta del 13% y la desviación que se presentó durante la segunda mitad del año entre la evolución observada de la base monetaria y el pronóstico realizado por el banco central.

En enero de 1999, la posición del corto se amplió a 160 millones de pesos y se amplió el depósito obligatorio por los bancos a plazo indefinido en el banco central, por un monto de 25 mil millones de pesos.

A partir de junio de 1999 la trayectoria observada de la base monetaria fue superior a la proyectada. Al cierre del año esta desviación alcanzó el 21.8%. La trayectoria de la Base Monetaria fue superior a la proyectada en 33 mil 829 millones de pesos.

De acuerdo con el instituto emisor, el crecimiento de la base monetaria obedeció a la mayor demanda por medios de pago que se registró por el mayor dinamismo de la economía, del empleo y de los salarios reales. Un entorno favorable que generó tasas de interés menores que las supuestas, la promoción de un mayor uso de los

billetes de 500 pesos, la sustitución de cuentas de cheques por billetes y monedas, y la incertidumbre respecto del problema computacional del fin de milenio.

El banco central refirió que entre 1998 y 1999, la proporción de billetes y monedas resultó menor que la observada en 1991 y 1992, años en los que se registraron niveles similares de inflación.

De acuerdo con el Banco de México, la expansión de la base monetaria no se asoció con una expansión de la demanda agregada que pudiese dificultar el descenso programado de la inflación, lo que se refleja en un déficit moderado de la cuenta corriente, el aumento del ahorro privado y la capacidad del sector exportador para satisfacer la demanda externa.

“De haberse generado un sobrante de oferta monetaria, éste se hubiese reflejado en una depreciación del tipo de cambio”, subrayó.

En 1999 no se dio a conocer el remanente del Banco de México y se informó que el pasivo que le había trasladado el IPAB por 63 mil millones de pesos se liquidaría con el remanente del banco central, pero no se dijo de cuánto había sido ese remanente.

En el último año del siglo se acumularon reservas internacionales netas por 3 mil 500 millones de dólares, con lo que las reservas internacionales se ubican ya por encima de los 30 mil millones de dólares, el nivel más alto de la historia.

Según el Banco de México la evolución favorable de la economía y la mejoría observada en las expectativas se explican por la aplicación de una política económica apropiada y por la influencia de un entorno externo propicio.

El precio de la mezcla mexicana se encontraba ya en niveles elevados, el crecimiento pronosticado para la economía de los Estados Unidos se había incrementado y los flujos de capital hacia México habían aumentado gracias a la revisión al alza de la calificación de la deuda mexicana.

### **6.2.2. El mercado de Cambios**

Ese año el tipo de cambio regresó a su estabilidad, ya pasada la tormenta asiática que coleó hasta el mes de enero y donde los esquemas citados de compra y venta de dólares se mantuvieron vigentes sin mayores cambios, salvo aumentar las horas de cotización.

Sin embargo, en comparación con otros años se acumularon menos reservas por esa vía.

El tipo de cambio promedio al cierre del año 9.43 pesos por dólar cuando en enero había llegado hasta los 11 pesos.

## Compra de Dólares a Instituciones de Crédito Mediante el Mecanismo de Opciones

Millones de dólares

Años	Monto Subastado	Monto Ejercido
1998*	2,750	1,428
1999		
Enero	250	215
Febrero	250	250
Marzo	250	250
Abril	250	250
Mayo	250	205
Junio	250	250
Julio	250	180
Agosto	250	200
Septiembre	250	145
Octubre	250	0
Noviembre	250	250
Diciembre	250	30
<b>TOTAL</b>	<b>3,000</b>	<b>2,225</b>

Durante 1998 el esquema de opciones estuvo vigente sólo de enero a septiembre.

## Banco de México : Venta de Dólares a través del Mecanismo de Subasta

Millones de dólares

Fecha	Monto
Total 1998	895
12 de enero de 1999	140
13 de enero de 1999	200
25 de mayo de 1999	65
Total 1999	405

En lo que toca al financiamiento este continuó con su tendencia negativa y el Banco de México levantó un estudio más profundo sobre que estaba pasando con los préstamos a la banca para concluir que se estaba canalizando vía proveedores y tiendas departamentales.

**Financiamiento Interno Canalizado por la Banca Comercial al Sector no Bancario 1/**  
Miles de millones de pesos

	Saldos a diciembre			Flujos anuales		Var. real de los saldos en por ciento
	1997	1998	1999	1998	1999	Dic. 1999/ Dic. 1998
<b>Financiamiento interno por tipo de cartera</b>	<b>990.3</b>	<b>1127.4</b>	<b>1141.9</b>	<b>137.2</b>	<b>14.5</b>	<b>-9.8</b>
1. Cartera propia con el sector no bancario	543.2	602.1	589.3	58.8	-12.8	-12.9
1.a Sector privado 2/	499.1	539.5	521.9	40.4	-17.6	-13.9
1.b Estados y municipios	9.7	14.1	14.1	4.4	0.0	-10.9
1.c Sector público no financiero	34.5	48.5	53.3	14.0	4.8	-2.1
2. Títulos a cargo de FOBAPROA-IPAB 3/	245.9	325.5	359.6	79.6	34.1	-1.6
3. CETES especiales (reestructuras en Udis) 4/	201.2	169.9	193.1	-1.3	-8.8	-14.0
3.a Por cartera traspasada del sector privado	173.7	172.0	162.9	-1.7	-9.1	-15.7
3.b Por cartera traspasada de estados y municipios	27.4	27.9	30.1	0.5	2.2	-3.8
<b>Financiamiento interno al sector no bancario</b>	<b>990.3</b>	<b>1127.4</b>	<b>1141.9</b>	<b>137.2</b>	<b>14.5</b>	<b>-9.8</b>
4. Financiamiento al sector privado (1.a+2+3.a) 5/	918.7	1037.0	1044.4	118.3	7.4	-10.3
5. Financiamiento a estados y municipios (1.b+3.b)	37.1	42.0	44.2	4.9	2.3	-6.2
6. Financiamiento al sector público no financiero (1.c)	34.5	48.5	53.3	14.0	4.8	-2.1

Notas: Los saldos de los niveles agregados pueden no coincidir con los de las sumas de sus componentes, como resultado del redondeo.

1/ Incluye cartera vigente, vencida, redescontada, vendida a FOBAPROA-IPAB, traspasada a los fideicomisos Udis, intereses devengados, vigentes y vencidos, y el crédito de las agencias de bancos mexicanos en el exterior.

2/ Incluye empresas, personas físicas e intermediarios financieros no bancarios.

3/ Valores resultantes de la cesión de cartera a FOBAPROA-IPAB.

4/ Valores resultantes de la transferencia de cartera a los fideicomisos Udis.

5/ Incluye crédito y valores en poder de la banca comercial, más cartera cedida a FOBAPROA-IPAB, más cartera traspasada a los fideicomisos UDIS.

**Los Resultados Económicos y Monetarios de 1999**

Concepto	Programado	Inicio 99	Cierre 99
Crecimiento	3%	4.8	3.70%
Tipo de Cambio (pesos por dólar)		10.16	9.43
Tasa de Interés		32.13%	16.45
Inflación	13%	19	12.32
Reservas Internacionales		30,100 md	30,700 md
Activos Internacionales Netos	no desacumular	237,333 mp	260,068 mp
Crédito Interno Neto		-116,387mp	-71,350 mp
Base Monetaria		121,598 mp	188,718 mp
Balanza de Pagos			
Cuenta Corriente		-15,700 md	-14,000md
Cuenta de Capital		17,500 md	14,100 md

### 6.3. 2000 El año del "Cambio". El Programa monetario y el papel del banco central en el proceso de transición política.

Para el año de la transición política, y una vez pasado el efecto del cambio informático del milenio, el Banco de México estima que en este año la base monetaria aumentará 20.6% respecto del saldo ajustado de la base monetaria al cierre de 1999 (170,708 millones de pesos), dando lugar a un saldo de 205,862 millones de pesos al cierre del año 2000.

Aseguró que el intervalo de confianza para dicho saldo del cierre del 2000, tomando una desviación estándar de los residuales que el modelo estima, resulta de 212,182 millones de pesos a 199,542 millones de pesos.

Puso límites trimestrales y dio a conocer de nuevo el pronóstico del saldo diario de la base monetaria, pero adicionó un elemento más que fue la presentación de informes trimestrales de inflación.

#### Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto en 2000

Flujos efectivos acumulados en millones

Trimestres	Aumentos mínimos de los activos internacionales netos		Base monetaria	Límites a las variaciones del crédito interno neto <sup>1</sup>
	Dólares (A)	Pesos (B)	Pesos (C)	Pesos (C - B)
I	0	0	-40,157	-40,157
II	0	0	-30,647	-30,647
III	0	0	-30,262	-30,262
IV	0	0	17,144	17,144

1. Si el límite es negativo, se refiere a que el crédito interno caerá por lo menos en el monto señalado.

Ante el proceso electoral y el cambio de la administración pública federal, el banco central aseguró que se haría necesario intensificar las medidas que garanticen la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

En lo que toca al Banco de México, resulta indispensable que la política monetaria actúe de manera oportuna para garantizar un abatimiento continuo de la inflación.

Así que la trayectoria de la base monetaria para el año 2000, estimada a partir de la información disponible, es congruente con una tasa de crecimiento real del PIB de 4.5 por ciento, una inflación anual no superior a 10 por ciento y una remonetización del orden de 4.9%.

Cabe destacar que a lo largo del 2000, el Banco de México evidenció aún más sus discrepancias con la secretaría de Hacienda, que se negó -pese a sus llamados- a realizar más ajustes fiscales ante el entorno internacional adverso.

En consecuencia, el Programa de Política Monetaria para el año 2000 se apoyó en tres elementos principales: i) una regla básica de operación, que consistió en no generar ni sobrantes ni faltantes de liquidez en el mercado de dinero; ii) en la facultad del Banco de México para modificar la postura de la política monetaria ante cualquier eventualidad que pusiera en riesgo el cumplimiento de los objetivos de inflación; y iii) en un mayor esfuerzo de comunicación con los agentes económicos.

En el programa monetario para 2000 se adoptó como meta una tasa de inflación anual que no excediera de 10 por ciento. Dicha meta se fijó en congruencia con el objetivo de mediano plazo anunciado en enero de 1999 por el Banco de México, en el sentido de alcanzar hacia finales del año 2003 una inflación similar a la de las economías de los principales socios comerciales del país.

### **6.3.1.El paso a objetivos de inflación**

Este año, dos elementos distinguieron al Banco de México. El primero que ya no fijo una meta exacta de nivel de inflación sino que prometió una menor al 10%, además de la presentación de un nuevo informe trimestral de inflación.

Cabe mencionar que durante las primeras semanas de 2000 ocurrieron algunos eventos que pusieron en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación para el año, así como el del objetivo de mediano plazo. Dichos acontecimientos fueron los siguientes:

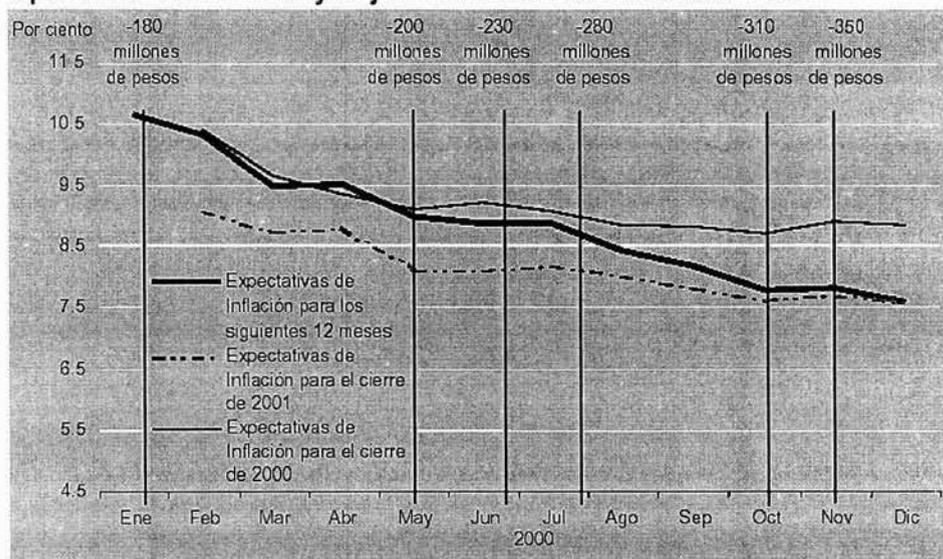
- a) la disminución de la tasa de inflación observada hacia finales de 1999 y principios de 2000 se debió en parte a la presencia de factores no recurrentes, como fueron la apreciación del tipo de cambio y la baja de los precios de las frutas y verduras;
- b) las expectativas de inflación se encontraban por arriba de la meta, aumentando la probabilidad de que las negociaciones salariales que tienen lugar a principios de año no fuesen congruentes con el objetivo adoptado; y
- c) durante los primeros días de enero algunos precios sufrieron incrementos que resultaban incompatibles con la meta de inflación y que hubieran podido afectar la determinación de otros precios y de las expectativas de inflación.

Ante dichos eventos, el 18 de enero de 2000 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió intensificar la postura restrictiva de la política monetaria al ampliar el "corto" de 160 a 180 millones de pesos. A partir de la adopción de dicha medida las expectativas de inflación se redujeron considerablemente, lo cual también dio lugar a una disminución gradual de las tasas de interés.

Los eventos de incertidumbre se fueron sucediendo en el año conforme se acercaban las elecciones presidenciales y surgían dudas sobre si la transición política sería pacífica o no, o si los mercados la aguantarían.

Así, a lo largo del año el Banco de México continuó aumentando el corto hasta llegar a 350 millones de pesos en noviembre del año 2000.

### Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados "Corto"



### 6.3.2. Los Brems (el Banco de México comienza a colocar su propia deuda)

En el año 2000, el Banco de México comenzó a colocar sus propios instrumentos de valores para intervenir en el mercado a partir de agosto de 2003.

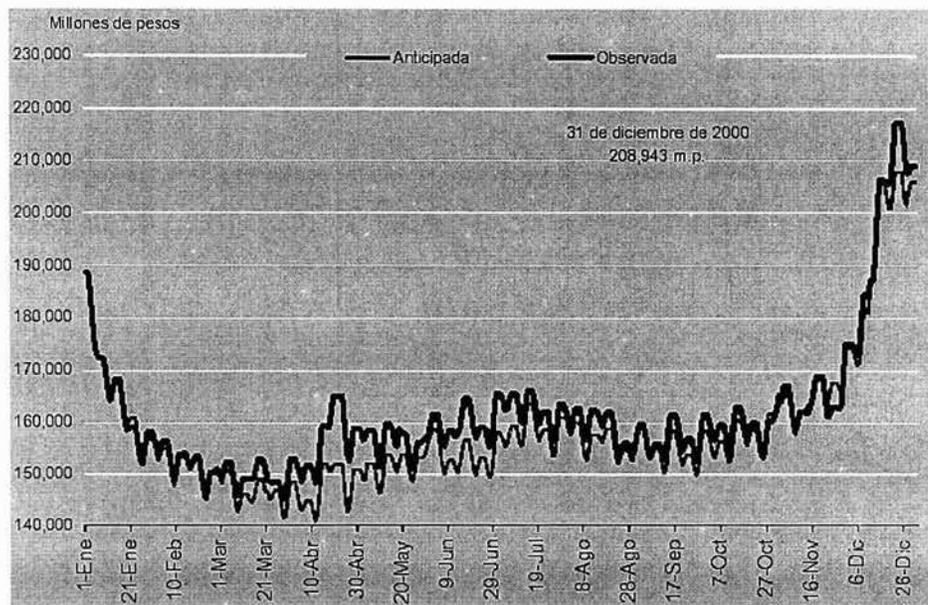
En ejercicio de la facultad correspondiente que le otorga su Ley, inició la emisión de Bonos de Regulación Monetaria (BREMs). Así, el Banco de México cuenta con un instrumento propio para retirar excedentes de liquidez del mercado de dinero. Entre las principales

características de dichos títulos destacan las siguientes: i) es un instrumento de mediano plazo; y ii) paga cupón cada 28 días según la capitalización de las tasas de "fondeo" bancario a un día observadas durante el periodo respectivo. Esto último permite intervenir en el mercado de dinero con un título de baja volatilidad en su precio ante cambios en las tasas de interés.

Al cierre del año, la inflación cerró en 8.96% con lo que cumplió con su objetivo de mantenerla por debajo del 10%. Asimismo, no se salieron de la trayectoria esperada de la base monetaria.

### Trayectoria Observada y Anticipada de la Base Monetaria en 2000

Saldos diarios

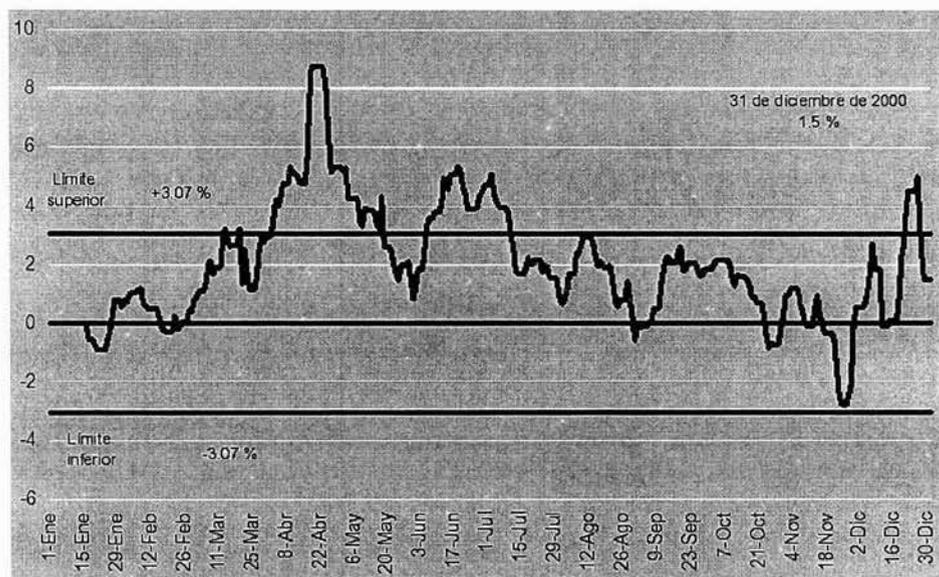


El Banco de México cumplió holgadamente con los compromisos del programa monetario en cuanto a la meta de no desacumular activos internacionales netos y con los límites establecidos para la variación del crédito interno neto. Así, al cierre del año el crédito interno neto se contrajo 57,152 millones de pesos, mientras que el límite máximo establecido en el programa monetario para 2000 permitía un incremento de hasta 17,144 millones de pesos.

Este comportamiento respondió, en lo fundamental, a la acumulación de activos internacionales netos por 8,249 millones de dólares en el año.

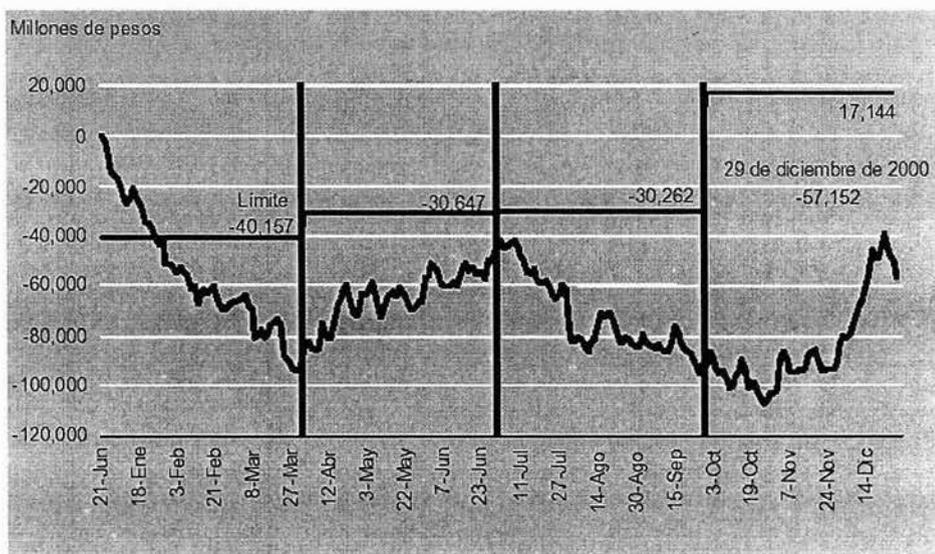
## Desviación de la Base Monetaria con respecto al Programa Monetario de 2000

Por ciento



## Crédito Interno Neto en 2000

### Flujos acumulados\*



\* La acumulación es a partir del inicio del año.

### 6.3.3. El mercado de cambios

Este año el mercado cambiario fue mucho menos volátil y sostuvo el tipo de cambio en un promedio de 9.48 pesos por dólar, lo que permitió al banco continuar con su política de acumulación de reservas y sólo en una ocasión salió a vender divisas.

## Compra de Dólares a Instituciones de Crédito mediante el Mecanismo de Opciones en 2000

Millones de dólares

Años	Monto Subastado	Monto Ejercido
1998	2,750	1,428
1999	3,000	2,225
2000		
Enero	250	242
Febrero	250	250
Marzo	250	250
Abril	250	0
Mayo	250	180
Junio	250	0
Julio	250	250
Agosto	250	250
Septiembre	250	0
Octubre	250	0
Noviembre	250	250
Diciembre	250	172
<b>Total 2000</b>	<b>3,000</b>	<b>1,844</b>

\*Cifras al 31 de diciembre de 2000.

En 2000 la variabilidad del tipo de cambio del peso mexicano fue ligeramente inferior a la observada durante 1999. Así, en 2000 solamente el 8 de junio, el Banco de México realizó una venta contingente, por un total de 200 millones de dólares.

### 6.3.4. Financiamiento...sigue restringido.

Pese a ello, el financiamiento -para variar- continuó cayendo. Asimismo, en 2000 el saldo de la captación bancaria disminuyó de forma importante, registrando en el último trimestre del año una contracción promedio anual de 11.4% en términos reales.

En contraste, en dicho trimestre la tenencia de valores públicos y privados creció en términos reales a tasas anuales superiores a 30%. A este respecto, cabe destacar la aparición de dos instrumentos financieros durante 2000: los Bonos de Protección al Ahorro Bancario (BPAs) emitidos por el IPAB y los Bonos de Regulación Monetaria (BREMs) emitidos por el Banco de México.

El Banco acotó que a lo largo de 2000 el financiamiento bancario comenzó a dar muestras de recuperación. Si bien en el financiamiento total aún persiste una

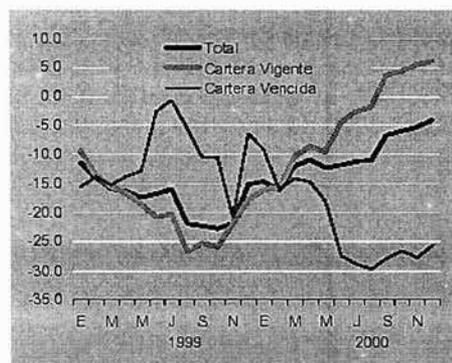
contracción en términos reales, esto responde en parte a una reducción de la cartera vencida como resultado del reconocimiento de pérdidas contra provisiones, explicó.

Así, a lo largo del 2000, el crédito de proveedores continuó siendo la fuente de financiamiento más utilizada por las empresas, en especial por las pequeñas y las no exportadoras.

La tercera parte de las empresas encuestadas recurrió al crédito bancario, siendo las empresas pequeñas y las no exportadoras las que lo utilizaron con menor frecuencia; y los principales motivos por los cuales las empresas no utilizaron crédito bancario fueron las altas tasas de interés y la renuencia de la banca a prestar. Las empresas que obtuvieron crédito bancario lo destinaron principalmente a capital de trabajo.

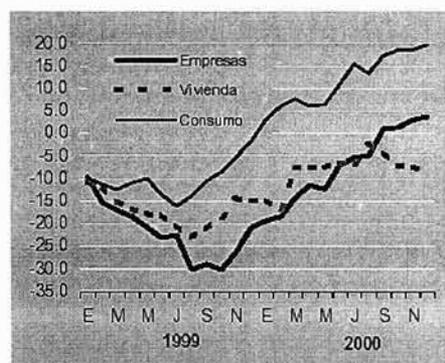
### Crédito Total, Vigente y Vencido

Variación real anual en por ciento



### Crédito Vigente a Empresas<sup>1/</sup>, Consumo y Vivienda

Variación real anual en por ciento



<sup>1/</sup> Empresas y personas físicas con actividad empresarial. No incluye el crédito otorgado a intermediarios financieros no bancarios.

## Los Resultados Económicos y Monetarios de 1999

Concepto	Programado	Inicio 2000	Cierre 2000
Crecimiento	4.50%	3.80%	6.90%
Tipo de Cambio (pesos por dólar)		9.48	9.46
Tasa de Interés		21.41%	15.24%
Inflación	> 10%	12.32%	8.96%
Reservas Internacionales		30,600 md	33,700 md
Activos Internacionales Netos	no bajarlos	283,927 mp	342,380 mp
Crédito Interno Neto		-71350 mp	-133,443 mp
Base Monetaria		188.7 mp	208.9 mp
Balanza de Pagos			
Cuenta Corriente		-14,300 md	-17,700 md
Cuenta de Capital		14,300 md	17,900 md

## Capítulo 7

### La política monetaria en los primeros tres años del gobierno de Vicente Fox (2001-2003).

Los tres primeros años del gobierno Foxista han sido aciagos para la economía ante el adverso entorno internacional. En el 2001, los atentados terroristas del 11 de septiembre metieron una gran incertidumbre sobre el curso que tendría la economía mundial ante tales hechos, lo que agudizó el proceso de desaceleración económica que se venía observando a lo largo del año en las principales economías industrializadas – Estados Unidos, Japón y Europa-, más las crisis de Argentina y Brasil.

Ello evidentemente afectó no sólo las exportaciones, sino también los flujos del exterior hacia nuestro país ante la contracción de los mercados financieros. Sólo como muestra, el crecimiento de la economía nacional que venía con una tasa de dinamismo del 6.6% al cierre del 2000, cayó -0.1% al cierre del 2001, creció un poco en 2002 0.7 y para 2003 observó un dinamismo de 1.3%. Así, el crecimiento apenas promediará, si se da la expectativa de 2004 de 3.3%, alrededor del 1% con todos los costos sociales que implica.

#### Oferta y Demanda Agregadas

Variaciones anuales en por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior

	2000	2001	2002	2003				Anual
	Anual	Anual	Anual	I	II	III	IV	
<b>Oferta Agregada</b>	10.3	-0.5	0.9	2.1	-1.3	0.0	2.0	0.7
<b>PIB</b>	6.6	-0.1	0.7	2.5	0.1	0.6	2.0	1.3
<b>Importaciones</b>	21.5	-1.6	1.4	0.8	-5.2	-1.4	2.0	-1.0
<b>Demanda Agregada</b>	10.3	-0.5	0.9	2.1	-1.3	0.0	2.0	0.7
<b>Consumo Total</b>	7.4	1.9	1.2	3.5	1.1	4.1	3.1	2.9
<b>Privado</b>	8.2	2.5	1.3	3.7	0.8	4.3	3.2	3.0
<b>Público</b>	2.4	-2.0	0.1	1.4	3.1	2.6	2.8	2.5
<b>Inversión Total</b>	11.4	-5.6	-1.0	0.5	-3.6	0.8	0.8	-0.4
<b>Privada</b>	9.0	-5.9	-4.0	-2.1	-8.1	-4.4	-8.6	-5.7
<b>Pública</b>	25.2	-4.2	14.2	16.8	22.1	26.8	22.7	22.4
<b>Exportaciones</b>	16.4	-3.8	1.5	3.9	-3.1	-0.7	4.6	1.1

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (INEGI).

Pese a la fuerte contracción de la economía, la política monetaria bajo el régimen

de libre flotación cumplió en general con los objetivos previstos. En el 2001 se cumplió por tercer año consecutivo con la meta anual de inflación, al pasar de 8.96% a 4.40% la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidos (INPC).

Ese año las tasas de interés observaron una baja considerable y el tipo de cambio, con todo y la incertidumbre, se mantuvo sin mucha volatilidad y ya, para algunos, apreciado.

En general, el cumplimiento de las metas cuantitativas dejó de ser preponderante en la evaluación del papel del Banco de México y se enfocó más a partir de 2001 hacia el seguimiento de objetivos de inflación con metas plurianuales y la gran meta de llegar a niveles de 3%, cerrando el 2003 con un aumento de precios de 3.98%.

Entre los elementos más importantes de dicho esquema destacan: a) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; b) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; c) la descripción de los instrumentos que utilizará el banco central para alcanzar sus objetivos; y, d) una política de comunicación que promueva la transparencia y la credibilidad de la política monetaria y que brinde elementos para que el público tome mejores decisiones.

A manera de síntesis, al cierre de 2001 el saldo de la base monetaria se ubicó en un nivel de 225,580 millones de pesos, 11,806 millones por debajo de lo previsto. Así, la base monetaria creció en promedio en el año a una tasa nominal de 12.8%, inferior a la que se había pronosticado en el programa monetario (16%).

Esto significó una desviación promedio de -2.9%, la cual se explica fundamentalmente por la desaceleración imprevista de la actividad económica. No obstante lo anterior, la base monetaria medida como proporción del producto se elevó, con lo cual continuó el avance del proceso de remonetización iniciado en 1997.

En los últimos años y este no fue la excepción, la remonetización siempre estuvo por encima de lo programado. Al cierre de 2001 (3.7%) resultó superior a la anticipada en el programa monetario (2.6%). Esto fue consecuencia, en lo principal, de la influencia de dos factores que incrementaron la demanda de saldos reales de base monetaria: i) la significativa disminución que experimentaron las tasas de interés y ii) el aumento de las remuneraciones reales. En el pasado se ha observado que en economías que transitan hacia inflaciones más bajas aumenta la demanda de base monetaria como proporción del ingreso. Ello, como reflejo de que también disminuyen el costo y la incertidumbre de mantener activos líquidos como son los billetes y monedas.

En el caso de la acumulación de activos internacionales, durante 2001 resultó de 9,228 millones de dólares. Con la finalidad de mantener la oferta de base monetaria en concordancia con la demanda del público, el Banco de México

esterilizó el impacto monetario de dicha acumulación vía el aumento de los pasivos del banco central distintos a la base monetaria. Esto último se tradujo en una contracción del crédito interno neto por 71,517 millones de pesos.

La colocación de valores que realiza el Banco de México se debe, entre otros factores, a la esterilización antes descrita de la acumulación de activos internacionales. A este respecto, cabe señalar que durante 2001 las emisiones de BREMS fueron desplazando gradualmente a los valores gubernamentales colocados con fines de regulación monetaria.

La principal fuente de acumulación de activos internacionales provino de las compras de divisas realizadas a Pemex por 8,910 millones de dólares, mientras que el Gobierno Federal fue un demandante neto por 2,549 millones. La referida acumulación de activos internacionales incluyó 1,363 millones de dólares derivados de la adquisición de divisas a través del mecanismo de opciones, cuyo funcionamiento se suspendió a partir del 29 de junio de 2001.

### Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto

Millones

	Saldos		Flujos efectivos acumulados en 2001 <sup>1/</sup>
	Ai 30 Dic. 2000	Ai 31 Dic. 2001	
(A) Base Monetaria (Pesos)	208,943	225,580	16,637
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>2/</sup>	342,386	411,315	88,154
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>3/</sup>	35,629	44,857	9,228
Variación de Activos Internacionales Netos (Dólares)			9,228
Pemex			8,910
Gobierno Federal			-2,549
Compras por mecanismo de opciones			1,363
Otros <sup>4/</sup>			1,504
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-133,443	-185,735	-71,517
Memorándum:			
(D) Reserva Internacional <sup>4/</sup> (Dólares)	33,555	40,880	7,325

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia entre los saldos de activos internacionales netos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día. Esta consideración también explica que las diferencias entre los saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

3/ Incluye principalmente operaciones asociadas al esquema de venta de dólares y los intereses de los activos internacionales.

4/ Según se define en la Ley del Banco de México.

### 7.1. Adiós a los mecanismos automáticos de acumulación de reservas e intervención en el mercado cambiario.

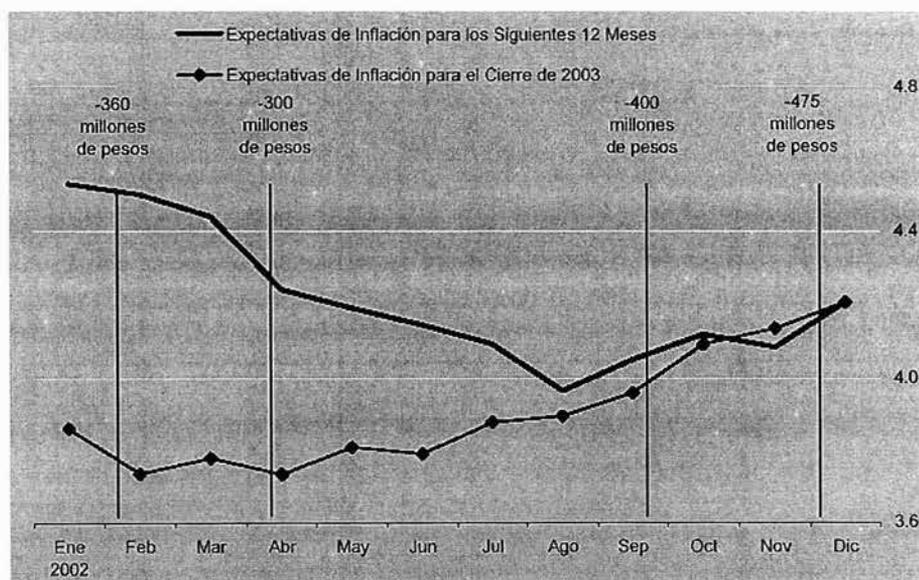
El fin de los mecanismos automáticos de acumulación de reservas e intervención en el mercado cambiario fue el segundo aspecto que cambió en las políticas implementadas por el Banco de México. El primero fue avanzar hacia objetivos de

inflación y el segundo, que definitivamente se dejaron de acumular reservas o desacumular, vía los mecanismos automáticos de subasta de dólares vigentes hasta esa fecha.

En el transcurso de 2002 el Banco de México modificó su postura de política monetaria en cuatro ocasiones y cumplió en lo general con los objetivos de abatimiento de inflación y metas cuantitativas.

Así, el 8 de febrero se aumentó el “corto” de 300 a 360 millones de pesos; el 12 de abril, se redujo a 300 millones nuevamente; se incrementó el 23 de septiembre a 400 millones y, finalmente, el 6 de diciembre se ubicó en 475 millones. La intención era evitar el deterioro de las expectativas de inflación y el consecuente contagio sobre la formación de precios en general, que podrían haberse suscitado a raíz de la eliminación parcial del subsidio a las tarifas eléctricas, anunciada por el Gobierno Federal el 29 de enero. La medida entró en vigor a partir del 8 de febrero.

### Expectativas de Inflación y Objetivo de Saldos Acumulados (“Corto”)



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Ya al cierre del 2003 y en congruencia con el Programa Monetario para 2003, la base monetaria registró un saldo de 303.6 miles de millones de pesos, lo que significó una variación anual de 15% (16.4% en promedio de saldos diarios

durante el año). De esta manera, continuó el proceso por el cual la base monetaria ha aumentado como porcentaje del PIB (remonetización).

No obstante lo anterior, la tasa de crecimiento del referido agregado ha venido reduciéndose, al pasar de variaciones anuales promedio de 17.5% en el primer trimestre a 14.5% en el último trimestre del año.

Cabe señalar que el proceso de remonetización que recientemente ha experimentado la economía se debe en gran medida a la disminución significativa en el costo de oportunidad (tasas de interés) de mantener saldos monetarios. Ello como resultado del abatimiento de la inflación.

Ante ello, el banco central sostuvo que el efecto de una disminución en las tasas de interés sobre la base monetaria sucede con cierto rezago. Al respecto, el importante incremento que tuvo la base monetaria en 2002 y principios de 2003 fue principalmente reflejo de la fuerte baja en las tasas de interés observada en 2001. Hacia mediados de 2003 se observó una reducción adicional en las tasas de interés, aunque de menor magnitud. Por tanto, se anticipa que continuará el proceso de remonetización, aunque a un menor ritmo.

Durante 2003, los activos internacionales netos del Banco Central se incrementaron en 8,337 millones de dólares, con lo cual su saldo al cierre del año fue de 59,059 millones de dólares. Al ser dicha acumulación superior al aumento de la base monetaria, se presentó una contracción del crédito interno neto en el año por 52,972 millones de pesos.

En el cuarto trimestre de 2003, la reserva internacional aumentó 5,317 millones de dólares, con lo cual se acumularon 9,451 millones de dólares en el año. Ante los grandes niveles de reservas, el banco central instrumentó un mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales, y del 2 de mayo al 31 de diciembre se efectuaron ventas por 3,218 millones de dólares.

Asimismo, del 2 de febrero al 30 de abril de 2004 se realizaron subastas diarias por un total de 45 millones de dólares.

El año de 2003 implica un año importante en materia de instrumentación de la política monetaria.

Este año, y a partir del 10 de abril, entra en vigor el mecanismo de Saldos Diarios que se explicó ya en este trabajo, y un mecanismo para desacumular reservas y subastar dólares diariamente. Todo ello en el marco de calendarios en donde se avisa por cuánto y cuando se llevarán a cabo estas subastas.

## 7.2. Financiamiento

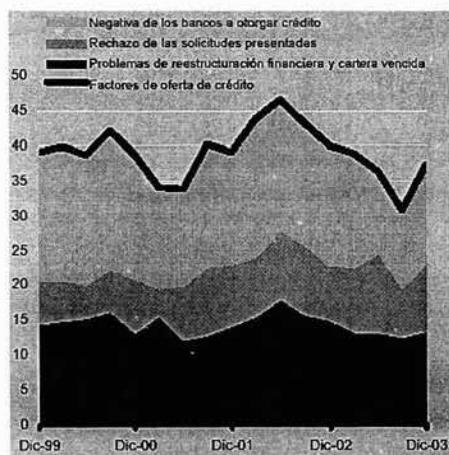
En los tres años que van de la presente administración se ha observado un fenómeno de aumento de cuentas de cheques, pero el crédito sigue contraído, alcanzando en el 2002 los niveles más bajos en los últimos 10 años.

Y cuyas limitantes se deben sobre todo a la incertidumbre económica del país y la negativa de los bancos a dar crédito. (Ver gráficos en página siguiente).

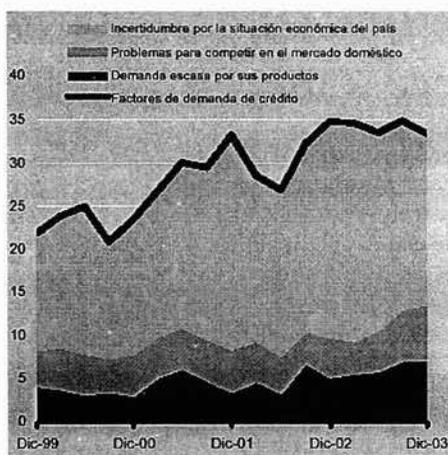
### Limitantes Para Obtener Acceso al Crédito Bancario <sup>1/</sup>

Por ciento del total de las empresas

a) Factores Limitantes de Oferta de Crédito Bancario



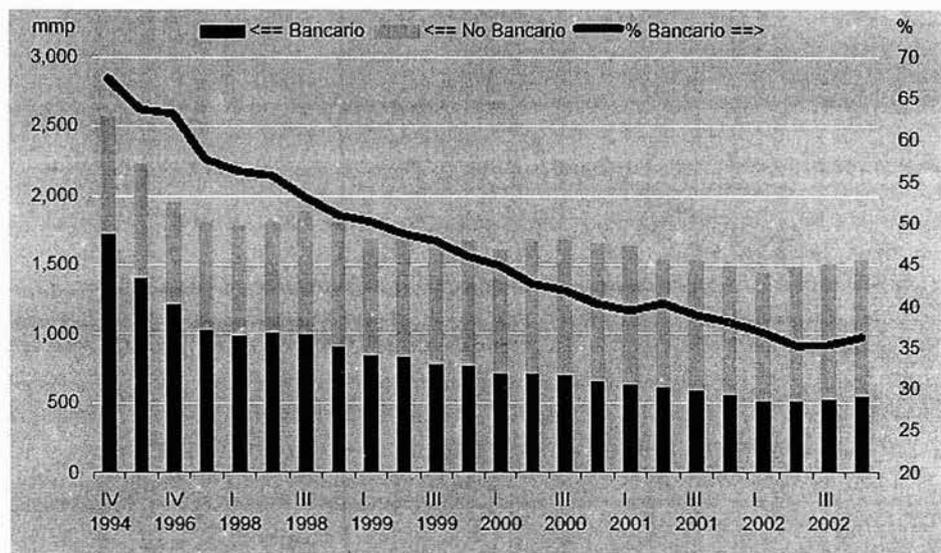
b) Factores Inhibidores de Demanda de Crédito Bancario



<sup>1/</sup> Fuente: Banco de México, Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio.

## Financiamiento Bancario y No Bancario a las Empresas

Saldos reales en miles de millones de pesos y financiamiento bancario como porcentaje del total



## Financiamiento al Sector Privado

	Saldos en m.m.p.			Tasa de crecimiento real anual (%)	
	Dic.01	Dic.02	Dic.03	Dic.02	Dic.03
<b>Financiamiento total</b>	<b>1,563.8</b>	<b>1,699.6</b>	<b>1,771.9</b>	<b>2.8</b>	<b>0.3</b>
<b>Externo</b>	<b>517.2</b>	<b>558.6</b>	<b>578.8</b>	<b>2.2</b>	<b>-0.4</b>
Financiamiento externo directo <sup>1/2/</sup>	332.7	359.8	367.6	2.3	-1.7
Emisión de deuda colocada en el exterior <sup>3/</sup>	184.5	198.9	211.2	2.0	2.1
<b>Interno</b>	<b>1,046.6</b>	<b>1,140.9</b>	<b>1,193.1</b>	<b>3.1</b>	<b>0.6</b>
De bancos comerciales <sup>4/</sup>	671.6	676.8	681.1	-4.7	-3.2
De bancos de desarrollo <sup>4/</sup>	89.0	112.8	95.4	19.9	-18.6
De intermediarios no bancarios <sup>5/</sup>	116.9	151.2	179.1	22.3	13.9
Emisión de instrumentos de deuda	87.2	105.3	145.8	14.2	33.2
Proveedores de Emisoras <sup>6/</sup>	81.9	94.9	91.7	9.6	-7.1
<b>Memo:</b>					
Hogares	325.2	356.0	394.9	3.6	6.7
Empresas <sup>7/</sup>	1,238.6	1,343.6	1,377.0	2.6	-1.4
Financiamiento externo expresado en dólares <sup>8/</sup>	56.4	53.5	51.5	-5.1	-3.7

1/ Incluye proveedores extranjeros de empresas.

2/ Incluye crédito de banca comercial externa y otros acreedores. Fuente: Balanza de Pagos, no incluye Pidiregas de Pemex.

3/ Papel comercial, bonos y colocaciones en el exterior. Fuente Balanza de Pagos, no incluye Pidiregas de Pemex.

4/ Incluye cartera de crédito total e intereses devengados y cartera asociada a programas de reestructura (UDIs y esquema de participación de flujos IPAB-Fobaproa).

5/ Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Sociedades de Ahorro y Préstamo, Arrendadoras Financieras, Factorajes Financieros y Uniones de Crédito.

6/ Obtenido a partir del balance de las emisoras que colizan en la BMV. Este dato es preliminar, ya que a la fecha no han reportado todas las Emisoras.

7/ Incluye Personas Físicas con Actividad Empresarial.

8/ Expresado en miles de millones de dólares. Variación Nominal. No incluye Pidiregas de Pemex.

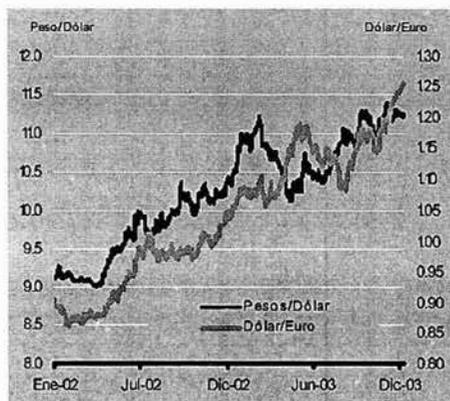
### 7.3. El tipo de cambio

En el cuarto trimestre se presentaron diversos acontecimientos que dieron lugar a un incremento en la volatilidad de los mercados financieros, la cual se vio reflejada en variaciones en el tipo de cambio y en las tasas de interés de corto plazo. La incertidumbre en los mercados financieros obedeció en un principio a factores externos, entre los que se encontraba la depreciación del dólar estadounidense frente a las divisas más importantes. No obstante, factores internos fueron ganando relevancia. En particular, la falta de acuerdos para avanzar en la agenda de reformas estructurales ha venido agudizando la percepción negativa sobre los problemas de falta de competitividad.

En este contexto, el tipo de cambio experimentó una depreciación a lo largo del trimestre, con algunos episodios de alta volatilidad que se moderaron hacia finales del año.

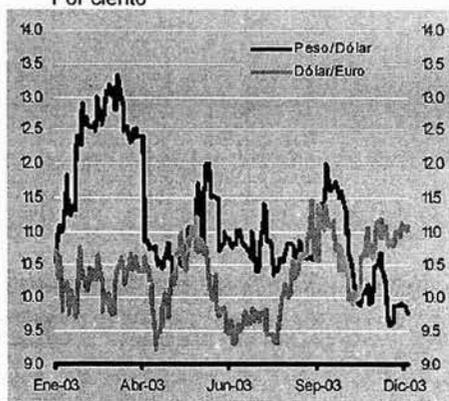
## Tipos de Cambio y Volatilidad Implícita

a) Tipos de Cambio del Peso frente al Dólar y del Dólar frente al Euro



\*Fuente: UBS.

b) Volatilidad Implícita en las Opciones del Tipo de Cambio a 3 Meses\* Por ciento



Es importante destacar que, hasta ahora y en general, el ajuste que ha presentado el tipo de cambio ha sido ordenado y con un bajo trasaso a la inflación. Las tasas de interés reaccionaron ante los acontecimientos en el mercado cambiario y frente a la incertidumbre respecto a la situación de la economía mexicana.

En particular, durante el cuarto trimestre de 2003 las tasas de interés se incrementaron, si bien las de corto plazo lo hicieron en mayor medida que las de plazos más largo, propiciando un aplanamiento de la curva de rendimientos.

No obstante lo anterior, las tasas de interés a mediano y largo plazo se mantuvieron en niveles cercanos a sus mínimos históricos, lo cual ha respondido tanto a elementos coyunturales como estructurales.

Respecto de los primeros, el nivel de los réditos ha correspondido a la parte baja del ciclo económico, donde la menor rentabilidad del capital suele disminuir la demanda de fondos prestables. En cuanto a los factores estructurales, destaca el avance hacia una inflación baja y estable, la cual tiende a reducir permanentemente las tasas de interés nominales, dado el menor riesgo inflacionario implícito. En un balance de ambos efectos, la reducción en las tasas de interés es atribuible, principalmente, al segundo elemento.

### 7.4. Lo que se espera del 2004

En el Informe de Inflación del segundo trimestre de 2002 la Junta de Gobierno del Banco de México anunció que la política monetaria se conduciría con el fin de alcanzar en diciembre de 2003 una inflación anual del INPC de 3 por ciento, y de

mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel, considerando un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

Lo anterior implica que a partir de 2004 la meta de inflación opera de manera continua y no solamente para la inflación anual de cierre del año.

Entre los documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México con el público se encuentra el Programa Monetario y los Informes sobre la Inflación. Asimismo, a partir de 2003 el Instituto Central ha venido anunciando sus decisiones de política monetaria en fechas previamente establecidas, acompañadas de un boletín de prensa en el cual se informa al público sobre los motivos que dieron lugar a la modificación o el mantenimiento del objetivo de saldos.

Para 2004, el escenario base que el Banco de México anticipa se finca en los siguientes supuestos para la economía de Estados Unidos: un crecimiento del PIB real de 4.6 por ciento y de 4.8 por ciento para la producción industrial.

En lo que toca al precio del barril de la mezcla mexicana de petróleo, se estima que se ubique en un promedio de 20 dólares por barril en 2004. Cabe hacer notar que las cotizaciones a futuro sugieren que el precio promedio de la mezcla mexicana durante 2004 mostrará cifras por debajo de los 25.05 dólares por barril observados en el cuarto trimestre de 2003.

**Crecimiento Económico:** Se estima que el PIB irá incrementando su tasa de crecimiento anual a lo largo del año. Así, se prevé que el crecimiento del PIB real en México durante 2004 se sitúe entre 3.0 y 3.5 por ciento.

**Empleo:** Se anticipa que se generarán alrededor de 300 mil empleos en el sector formal de la economía en 2004.

**Cuenta Corriente:** Se prevé un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de 2.2% del PIB.

**Inflación:** Se anticipa una reducción de la inflación anual del INPC hacia el final del año. Esta evolución está en línea con una eventual convergencia de la inflación hacia su meta establecida de 3%, con un intervalo de variabilidad de más/menos uno por ciento. No obstante, a lo largo de 2004 es previsible que en algunas ocasiones durante los meses de invierno y de verano, la inflación anual se ubique temporalmente por encima de 4%.

## Capítulo 8

### Conclusiones

Este año se cumple una década del año en que México estuvo a punto de entrar en colapso político y económico. El año de 1994 comenzó con la rebelión del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN) y culminó con la devaluación más importante que recuerde la historia contemporánea de México.

Se trata de una década de profundos cambios políticos y económicos en el país. México se ha integrado a la economía globalizada, pero no logra resolver por esa vía cuestiones de carácter estructural, como es alcanzar un crecimiento económico fuerte y sostenido, que sea la base para la superación de la pobreza en que vive el 40% de los 100 millones de mexicanos.

De la crisis de 1994, más por necesidad que por convicción, fueron surgiendo los instrumentos de política económica y las instituciones que han permitido dar estabilidad a la actividad económica.

El Banco de México ha logrado ponerse en el centro de la conducción económica del país, aunque su autonomía aún ofrece algunos flancos débiles. Como la mejor rendición de cuentas sobre su administración como entidad pública y cómo Banco Central.

Si bien la institución ha consolidado su papel como conductor de la política monetaria, para muchos queda pendiente la necesidad de poner la política cambiaria bajo su conducción autónoma y que deje de medir la inflación.

El país debería avanzar cada vez más hacia una concepción de política de Estado, en todos aquellos temas que tienen que ver con la estabilidad de las principales variables macroeconómicas, lo que parece aún lejano en el marco político que se vive actualmente.

Una de las cuestiones institucionales más relevantes que planteó la crisis de 1994 fue la necesidad de contar con un banco central que desarrollara políticas de transparencia informativa, respecto de sus acciones. Si bien ésta en un comienzo se manifestó debido a la existencia de presiones externas —el Gobierno de Estados Unidos condicionó la ayuda financiera a la entrega de información pública— hoy ya es un patrimonio concientemente asumido por la autoridad monetaria. Los agentes económicos pueden hoy tomar decisiones, sabiendo exactamente la orientación general que el Banco de México desea darle a la política monetaria con un año de anticipación.

El tránsito de la política monetaria con tipo de cambio fijo a una de tipo de cambio flexible obligó a generar mecanismos de operación nuevos, cuya eficacia sólo la práctica podía demostrar como adecuados. El manejo de instrumentos de

mercados de futuro, tanto para el tipo de cambio como para las tasas de interés, fue clave para lograr estabilidad y confianza en ambos precios relativos.

También han resultado relevantes aquellos mecanismos orientados a entregar al mercado señales claras respecto de las intenciones de la autoridad monetaria, como es el régimen de saldos diarios en las cuentas corrientes que mantienen los bancos comerciales con el Banco de México, las estimaciones de incremento de la base monetaria y más recientemente el establecimiento de metas de inflación.

Haber actuado con una importante dosis de pragmatismo permitió que la política cambiaria de flotación libre no derivara en bruscas depreciaciones o apreciaciones, en la medida que el instituto central generó mecanismos de subastas y opciones para estabilizar la moneda cuando ello fue necesario.

La política monetaria con tipo de cambio flexible no garantiza que no habrá ataques especulativos contra la moneda local, pero tanto la teoría como la práctica muestran que las posibilidades de manejar una depreciación o apreciación brusca de la moneda son mucho mayores bajo un esquema de tipo de cambio flexible que bajo cualquiera de las modalidades de tipo de cambio fijo, sea este de bandas, de precio fijo para la divisa o de convertibilidad.

Es necesario subrayar que el Banco de México ha optado por dejar cada vez más espacio al mercado para que opere en la relación de oferta y demanda monetaria, de tal manera que la responsabilidad principal del instituto emisor ha sido generar condiciones de estabilidad para que los agentes económicos tomen las decisiones más correctas de asignación de recursos.

Entre los logros del Banco de México en la última década destacan haber reducido la inflación desde niveles de 50% hasta un rango en torno a 3%; haber llevado las tasas de interés desde más de 40% hasta los actuales 7% en el mercado interbancario; recomponer las reservas internacionales en niveles de US\$ 50 mil millones; y haber creado las condiciones para un gradual proceso de depreciación del peso mexicano.

Una forma de evaluar el comportamiento de Banco de México (aunque por el poco tiempo transcurrido desde que empezó la autonomía, es poco claro diferenciar la evaluación de la autonomía de la eficiencia del equipo que la dirige) es a través del cumplimiento de las metas de inflación, las cuales se establecieron desde 1994 (aunque el enfoque llamado de "metas de inflación", que parece implícito en la exposición de motivos del Presidente Salinas al presentar el cambio legal para la autonomía, se asumió en el 2001): no se cumplieron entre 1995 y 1998 ni en el 2002; sí se cumplieron en 1994, 1999, 2000 y 2001, y en el caso del 2003 aunque no se logró el objetivo del 3%, no se salió del rango de variación, cuyo límite superior es 4%. Destaca entonces que ha existido una mejora en el cumplimiento de las metas, toda vez que en los primeros años de autonomía se sufrieron las secuelas de la crisis de 1994-95.

La gran deuda está en las variables reales. A pesar de la estabilidad, el crecimiento de la economía es magro, con un promedio que no supera el 2% en los últimos cuatro años. ¿Es responsable por esta variable el Banco de México? La teoría de la política monetaria señala que esta es neutra respecto de las variables de la economía real. Si bien en el largo plazo podemos aceptar esa afirmación, no es menos cierto que el instituto emisor puede incidir con sus decisiones en crear un entorno financiero más adecuado para el crecimiento. De hecho estudios sobre el tema sostienen que la política por objetivos de inflación en México en los años recientes ha costado 3 puntos del PIB.

Toda la evidencia del desarrollo de la política monetaria de los últimos años indica que mientras la tasa de interés interbancaria ha bajado, ese menor costo del dinero no se ha traducido en un mayor acceso de las empresas y las personas al crédito. Es fundamental para incentivar la demanda agregada, especialmente la inversión, que existan mecanismos adecuados de transmisión del menor costo del dinero a los agentes económicos. Desde 1994 a la fecha la caída del financiamiento directo del sector bancario al sector privado ha rondado en el 20% en términos reales.

Antecedentes entregados este año por la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) muestran que la banca en México es la que obtiene las más altas utilidades del continente, lo que contrasta con las dificultades que aún mantienen la inmensa mayoría de los mexicanos para acceder al crédito.

Un banco central que solo aspire a las reglas de mercado para que los grandes bancos accedan a prestar en las condiciones actuales de México podrá mantener muy poco tiempo la tendencia de la inflación a la baja. En sus últimos informes el Banco de México ha llamado la atención a la pérdida de competitividad de la economía mexicana en el entorno internacional y lo esgrime como un argumento central del porque el ritmo de crecimiento está tan debilitado. Pero aunque un pilar de la política financiera, la monetaria, aplicada por el banco central funcione a diez años de manera eficiente. El otro pilar, la canalización del crédito a la economía no opera, lo que tarde o temprano afectara el desempeño de la política del Banco de México.

A manera de resumen se puede decir que en los últimos 10 años se distinguen tres fases del proceso de desarrollo en la política monetaria.

De 1995 a 1997, la génesis, cuando la crisis y el régimen de tipo de cambio flexible orilla a implementar nuevos esquemas y mecanismos para aplicar la política monetaria en las nuevas condiciones y que en 1997 comienza a ver sus primeros resultados.

La prueba de fuego es 1998, en donde queda de manifiesto la debilidad de los instrumentos del banco central ante el embate de los dueños del sistema bancario y la fase de acuerdo a la que se llega absorbiendo el fisco pérdidas nuevamente.

En los años de 1999 y 2000, el mayor dinamismo económico y los esfuerzos aplicados en pro de abatir la inflación rinden sus frutos y alcanzan finalmente las metas establecidas de inflación aunque no del todo las metas cuantitativas. En esta ocasión y ante el proceso de transición política, el banco central resultó ser un bastión que generó confianza a los agentes de la continuidad de la política económica.

Pero para el periodo de los tres primeros años de la administración foxista, el adverso entorno internacional ha llevado a la economía de nuevo al estancamiento aunque no ha pasado lo mismo con el desempeño que desde su óptica tiene el banco central. En una idea: el Banco de México es un llanero solitario en la conducción de la política económica.

## ANEXOS

### Anexo I

## El Error de Diciembre en 1994. Cronología y la versión de Carlos Salinas

En este apartado se presenta una cronología de los hechos que desencadenaron la crisis de diciembre y luego la versión que dio Carlos Salinas de la crisis.

Antes de ese mes, pese a los lamentables hechos que se habían presentado, las expectativas económicas eran todavía positivas.

"A diferencia del pasado existen muchos elementos para esperar que el tipo de cambio se quede dentro de la banda pactada por el momento, y que la política cambiaria no varíe mucho después de las elecciones. Siendo el último año del sexenio y con una contienda electoral más que interesante, las personas con un patrimonio pequeño, sin oportunidades sofisticadas de inversión, pueden estar seguros de conservar lo poco que tienen", aseguraba el especialista Jonathan Heath.<sup>124</sup>

A mediados de año la discusión sobre si el peso estaba o no sobrevaluado apenas asomaba en el ambiente. Incluso en favor de que el peso no estaba sobrevaluado, Jonathan Heath, argumentaba que con la depreciación observada del 8% durante el último mes, resultaba muy difícil argumentar que el tipo de cambio estaba sobrevaluado.

Incluso el 26 de octubre, Jonathan Heath aseguraba que el nivel de las reservas era adecuado y que las exportaciones crecían a tasas elevadas, con lo que la necesidad de divisas para financiar el déficit de la cuenta corriente quedaba todavía cubiertas sin otro nivel de tipo de cambio.

"Quedaba claro que la problemática actual de la política cambiaria no es de corto plazo, por lo que en estos momentos no existe peligro de una devaluación o de un movimiento sorpresivo en el tipo de cambio. En consecuencia, el Banco de México estaba dejando que el mercado interactuara y que la variable de ajuste fuera la tasa de interés".<sup>125</sup>

Pero el ambiente, en diciembre cambio radicalmente

1o de diciembre

Este día se anunció el gabinete de Zedillo. Las reacciones en Wall Street y Washington fueron positivas, dado que se interpretó como la reiteración de los programas económicos y el interés en avanzar en el proceso de democratización. Asimismo, se hablaba de una excelente relación de Jaime Serra con Robert Rubin, quienes se había conocido desde las negociaciones del Tratado de Libre Comercio<sup>126</sup>.

<sup>124</sup> Colaboración de Jonathan Heath en el periódico Reforma del 11 de abril de 1994.

<sup>125</sup> Colaboración de Jonathan Heath en el periódico Reforma del 26 de octubre de 1994.

<sup>126</sup> El Financiero 1 de diciembre de 1994, pág. 49, Dolia Estévez y Herminio Rebollo.

Sin embargo, en México, el anuncio fue mal recibido. La Bolsa Mexicana de Valores cayó 0.19%.

"Una vez que se dieron a conocer los nombres de los integrantes del nuevo gabinete presidencial el optimismo se esfumó para dar paso a una de posturas de venta, las cuales llevaron al índice a los 2,570 puntos nivel máximo de las 13:17 horas"<sup>127</sup>.

Se explicó que el origen fue el recrudecimiento de las condiciones políticas, la inclusión de Pichardo Pagasa como Secretario de Energía y Minas; y el que Pedro Aspe no fuera incluido en el nuevo gabinete, pese a que Serra Puche no había sido vetado.

Con el mal recibimiento, el ámbito comenzaba sutilmente a tornarse negativo. Sin embargo, las autoridades seguían sosteniendo que la economía estaba bien.

Durante la toma de protesta de Jaime Serra Puche como secretario de Hacienda, Pedro Aspe, el secretario saliente, aseguró que el relevo en Hacienda ocurría en el contexto de una economía más fuerte y estable, que volvía a crecer y que era uno de los resultados más positivos de la gestión de Carlos Salinas de Gortari.

En ese mismo acto, Serra respondió que sólo con estabilidad de precios y con bases financieras reales, el país tendría garantizado un crecimiento sano, sostenido, en el que se crearán empleos bien remunerados. Ello luego de que la otra administración dejaba "una política económica consolidada y estable, que será la base fundamental para un crecimiento sano y sostenido."<sup>128</sup>

Este mismo día, Zedillo sostenía una de sus primeras reuniones con el sector empresarial y se comprometía a mantener una política económica "coherente y disciplinada". Con tres estrategias, la consolidación de la estabilidad de precios, el aliento al crecimiento y a la competitividad; la promoción de bienestar y la justicia; y mantener la competitividad internacional en el sector financiero apoyado de una política de desregulación.

3 de diciembre

Los banqueros manifestaban su optimismo, sostenían que las tasas de interés empezaban a bajar, pero algunos como el grupo Inverlat llamaban la atención sobre la carga de las carteras vencidas que les anexaron con la privatización, como un impedimento para que los réditos disminuyeran con la velocidad deseada.

Solicitaron reconsiderar la nueva clasificación de la cartera crediticia, la regla en materia de evaluación de riesgos, y las aportaciones al Fobaproa. Así, para que Serra analizara los efectos de la cartera vencida, debería poner en marcha el Fobaproa, y hacer funcional el programa de bonos cupón cero, acompañado de la atención de la intervención de Havre y Cremi-Unión.

---

<sup>127</sup> El Financiero 1 de diciembre de 1994, pág.13 Irma Contreras

<sup>128</sup> El Financiero 1 de diciembre de 1994, pág.13 Irma Contreras

Sin embargo, en la agenda de Serra el problema de las tasas de interés y en particular de la banca mexicana, se contemplaba solo un conjunto de reformas en la CNBV para mejorar la supervisión y evaluarán mejor los riesgos crediticios de la banca.<sup>129</sup>

En tanto, las declaraciones sobre el buen desempeño económico del nuevo secretario de Hacienda iban en aumento. Afirmaba en torno a la estrategia fiscal de 1995 que ésta no contendría cambios significativos, consecuencia de los compromisos del Pacto que promovió una disminución a 1.8% del impuesto al activo y otros beneficios tributarios.

Asimismo, anunciaba que antes del 15 de diciembre se darían a conocer al Congreso de la Unión, los Criterios Generales de Política Económica (CGPE) y el Presupuesto de Egresos, e incluso subrayaba que su equipo iba a ser un equipo de primera línea.

Pese a lo que se pudiera creer, solo en algunos sectores de la sociedad el déficit en la cuenta corriente era motivo de preocupación. Diputados de oposición como Jorge Calderón del PRD advertían en tribuna sobre el riesgo de la sobrevaluación del tipo de cambio y del creciente déficit en la cuenta corriente y uno que otro experto de manera aislada, como José Luis Calva sostenían que un mal manejo de la política económica podría acarrear una crisis sin precedente. Sin embargo, las autoridades financieras todavía mantenían convencidos a los agentes del mercado de que no había problema.<sup>130</sup>

8 de diciembre

Para esta fecha todavía el ambiente financiero permanecía sin grandes sobresaltos. Se comenzaron a filtrar algunos adelantos sobre los CGPE. El ambiente seguía estable, los columnistas afirmaban que Zedillo tendrían un amplio margen de maniobra económica, que no habían tenido sus antecesores enmarcado por el inicio de la recuperación, y un mayor gasto en inversión.

Los CGPE para 1995 contemplaban una inflación del 4%, un crecimiento también del 4%, un precio del petróleo de 13.60 dólares promedio por barril, y que la inversión extranjera sostuviera los mismos niveles de 1994.

En el documento se solicitaba al Congreso de la Unión su autorización por adquirir mayor deuda pública por hasta 5,000 millones de pesos, mismos que iban acompañados de un cero % de déficit público. Asimismo, se estimaba una baja real de las tasas de interés a un dígito y un déficit de la cuenta corriente de 7% del PIB, similar al de 1994.

Se esperaba que el gasto privado y público contribuyeran a incrementar 25% la inversión, mismo que se acompañaría de un gasto social que equivaldría a 55% del PIB. Los CGPE establecían también un crédito fiscal a los trabajadores con ingresos de hasta tres salarios mínimos y una baja del impuesto al activo a 1.8%.<sup>131</sup>

10 de diciembre

---

<sup>129</sup> El Financiero 3 de diciembre de 1994, pág. 15 Leticia Rodríguez.

<sup>130</sup> El Financiero, diciembre de 1994, varias notas.

<sup>131</sup> El Financiero, 8 de diciembre de 1994, Herminio Rebollo

Jaime Serra compareció en la Cámara de Diputados, y no solo fue recibido en el Congreso de la Unión como un secretario de Estado, sino como el hombre más fuerte del gabinete. En esta visita, para presentar el paquete económico para 1995, afirmó que para crecer 4% y tener una inflación de 4%, así como estabilidad en las finanzas públicas, era necesario solamente mantener la disciplina fiscal y el control del gasto público.

La estrategia presentada tenía tres objetivos:

- 1) la necesidad de controlar los precios mediante una reducción de la inflación para que llegara a 4% en 1995;
- 2) iniciar una etapa de mayor crecimiento con un aumento del PIB de 4%;
- 3) alcanzar un aumento permanente y continuo a partir de 1995, en el ingreso real de los trabajadores y bienestar de las familias, con un endeudamiento externo de 5,000 millones de dólares;

Destacó que 1994 no había sido un año fácil, pero la economía lo había soportado. "Por un lado los trágicos acontecimientos en el país --explicó-- causaron incertidumbre, a lo cual se sumó la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, que propiciaron un repunte en las tasas de interés y un aumento en la paridad cambiaria dentro de su banda. Pese a todo ello, el comportamiento favorable de la economía mexicana ha permitido un crecimiento en el ahorro externo, lo cual ha reflejado saldos superavitarios en la cuenta de capitales, de ahí que la cuenta corriente registre un saldo deficitario para 1995 del 7.6% del PIB".

Esta nueva estrategia contemplaba los nuevos incentivos fiscales planteados en el Pacto, como, por ejemplo, bajar a 1.8% el impuesto al valor del activo, con esta y otras medidas de recaudación, se estimaba que la federación captara 352 mil millones de pesos a fines de 1994 y 488 mil millones de pesos para 1995.

Por su parte, el déficit en la cuenta corriente se estableció entre 7.6 y 7.8% del PIB, y un déficit de la balanza comercial de 4.6%.

"Es una nueva hora de iniciar --expresó-- una nueva etapa en el desarrollo económico nacional. A partir de los avances de los últimos años, así como del reconocimiento de lo que falta para afianzar una mayor estabilidad de precios, para incrementar la competitividad y para aumentar el bienestar de las familias mexicanas, propongo un programa económico prudente y comprometido."

En su presentación, Serra reconoció una abultada amortización, principalmente compuesta por Tesobonos, y un enorme déficit de cuenta corriente, que no pudo explicar como financiar.<sup>132</sup>

12 de diciembre

Una vez presentado el paquete económico, los analistas advirtieron sobre las serias limitaciones estructurales que enfrentaría el programa. La principal era crecer con una baja inflación y sin desequilibrios externos que llevaran de nuevo a una crisis en la balanza de pagos o a una devaluación brusca del peso frente al dólar.

---

<sup>132</sup> El Financiero, 10 de diciembre de 1994, varias notas

En este momento ya eran palpables el nerviosismo de los agentes financieros nacionales y extranjeros por dos razones: la crisis política interna y la tendencia creciente del déficit en la cuenta corriente, que en 1994 se estimaba ascendería a 28,500 mdd y para 1995 en 30,745 mdd. Con lo que se hacía evidente la creciente dependencia de la economía del capital extranjero.

"El creciente desequilibrio en las cuentas externas del país, es la principal debilidad del plan económico ahora bajo la responsabilidad de Jaime Serra Puche. Serra no es Aspe y deberá mostrar congruencia para dar señales a los mercados, mantener la atención de inversionistas foráneos y evitar ampliar la banda de flotación del peso o devaluar bruscamente. El gran dilema económico para 1995 será bajar la inflación y el déficit externo a costa del crecimiento económico o crecer con una inflación y un desajuste externo mayor a lo esperado."<sup>133</sup>

En favor del éxito del programa de Zedillo se sostenía el amplio margen de maniobra que ni siquiera habían imaginado sus antecesores. Se aseguró que frente a las convulsiones políticas registradas, la habilidad del equipo económico impidió un descarrilamiento total de la economía nacional. El éxodo de más de 10,000 mdd y la devaluación de 10% pudieron ser asimilados.

Por más paradójico que hubiera parecido, fue gracias al caos político y al freno económico que se registró en 1994, que según ellos, México se salvó de tener otro fin de sexenio expansivo en el que el PIB pudo remontarse a más del 5% y la inflación había vuelto a rondar los 2 dígitos. Así, Zedillo inició su sexenio con una inflación de 1 dígito; 17,000 millones de dólares en las reservas internacionales; cero déficit financiero; crecimiento superior al 3%; precio del barril de petróleo arriba de los 13 dólares; sin cartas de intención con el FMI; un TLC virgen; y con posibilidades de endeudamiento externo por hasta 5,000 millones de dólares.<sup>134</sup>

13 de diciembre

La única alusión al problema del enorme déficit de la cuenta corriente que hicieron las autoridades financieras, antes de que estallara la crisis, la hizo Serra este día. El fugaz secretario de Hacienda - al salir de una reunión en la Cámara de Diputados- aseguró que el déficit de la cuenta corriente se explicaba tanto por la inversión como por el ahorro del exterior, que en su mayor parte era de bienes de capital e intermedios.

"De ahí que ello no signifique --aseguró-- que la economía tenga problemas. Al contrario, cuando la importación de inversiones y ahorro de dichos bienes intermedios y de capital se realizan, es para fortalecer al país estructuralmente. Y en la medida en que el país va desarrollándose, tiende a lograr el equilibrio en su cuenta corriente, y pues las exportaciones crecen."<sup>135</sup>

Se sabía también que había presiones sobre las finanzas públicas, porque no se incluía a la banca de desarrollo, con lo que al reconocer un déficit en la cuenta corriente de 31,000 millones de dólares, y no explicar como se pensaba financiar, este creciente déficit en la cuenta corriente comenzó a generar nerviosismo y especulación.

---

<sup>133</sup> El Financiero, 12 de diciembre de 1994, Gustavo Lomelín.

<sup>134</sup> El Financiero, 12 de diciembre de 1994, Gustavo Lomelín.

<sup>135</sup> El Financiero, 13 de diciembre de 1994, Víctor González

Pero aún con la opinión cada vez más generalizada de expertos, legisladores de oposición, la mayoría de los agentes económicos, principalmente los extranjeros seguían confiando. Todavía en estas fechas las corredurías y los banqueros, solo hacían hincapié en la necesidad de la continuidad de la política económica, para bajar las tasas de interés y abatir la pobreza y hasta aplaudieron las medidas fiscales.

Los dictámenes del paquete económico para 1995 se aprobaron sin ningún problema con el voto de la fracción parlamentaria del PRI. En él se establecía que el gasto era congruente con los CGPE y que la Ley de Ingresos tenía una clara tendencia al crecimiento con bases sólidas. En consecuencia, había congruencia entre la política económica, fiscal, monetaria y cambiaria, y el monto del endeudamiento.

La comparecencia de Serra en la Cámara de Diputados para explicar el paquete económico fue plana. Sólo advirtió que se acentuaría en 1995 la apertura del sector financiero, como la mejor manera de bajar los márgenes de intermediación, entre las tasas pasivas y las activas. Su arribo según las crónicas fue triunfal, tal como correspondía al hombre más fuerte del gabinete. Pero paradójicamente, ese día empezaba a gestarse el detonante de la crisis, en razón de que aparecieron sus declaraciones en el Wall Street Journal, donde afirmaba que el gobierno no pensaba devaluar.

"La publicación de un par de artículos en The Wall Street Journal acrecentaron la incertidumbre porque el primero planteaba la debilidad de la moneda mexicana frente al dólar y en el segundo - cuyo impacto fue mayor en el mercado el viernes pasado-- el propio secretario de Hacienda, Jaime Serra, reconocía que la meta de crecimiento de 4% exigiría caminar sobre la cuerda floja, por lo que no descartaba un incremento de los réditos con el objeto de proteger al peso."<sup>136</sup>

15 de diciembre

Este jueves, la oposición advertía ya de la inconsistencia e inverosimilitud del programa económico, principalmente entre lo que se pretendía gastar y los ingresos que proponía la política tributaria. Pero según los argumentos de Jaime Serra de lo que se trataba era de construir una nueva etapa, que si se construía sobre la estabilidad que se había alcanzado en los últimos años, permitiría el crecimiento económico con esquemas redistributivos que no se observaron en el pasado. En consecuencia, para crecer establemente, solo se requerían finanzas públicas sanas.

Bajo este entorno, de acuerdo con Hacienda, el sistema financiero terminaría el año sin problemas de liquidez, y para 1995 se observaba sólo la necesidad simplemente de elevar los niveles de capitalización. Según las versiones periodísticas los banqueros se abocarían a la reestructuración de las carteras vencidas, y a la aplicación de los programas efectivos de renegociación y de ayuda a la planta productiva, dado que la cartera vencida de la banca ascendía a 41,000 millones de pesos.<sup>137</sup>

16 de diciembre

Este día se agudizaron los problemas internos y externos. La Bolsa Mexicana de Valores cayó 2.15%, 51.17 puntos, y acumuló una pérdida de 10.18% desde que inició el

<sup>136</sup> El Financiero, 13 de diciembre de 1994 varias notas

<sup>137</sup> El Financiero, 15 de diciembre de 1994 varias notas

gobierno de Zedillo. Las causas se atribuían a la tensión en Chiapas y el aumento de las tasas de interés estadounidenses.<sup>138</sup>

17 de diciembre

Así, los analistas atribuyeron a los artículos publicados en el Wall Street Journal el jueves 13 de diciembre, las continuas caídas que comenzó a registrar la BMV porque revelaron la posibilidad de un incremento en las tasas de interés con el objeto de proteger al peso.

“La situación que prevalece en los mercados financieros mexicanos desde fines de la semana pasada se agudizó este viernes cuando ante un retroceso de 2.15% en el mercado bursátil, un nuevo incremento en la paridad peso/dólar y expectativas de un virtual incremento en las tasas de interés, despertaron todavía más inquietud entre los inversionistas nacionales y extranjeros”<sup>139</sup>.

A esta situación se sumó la agudización de la tensión en Chiapas, y en consecuencia la BMV sufrió una de las peores semanas en el año tras perder 5.7% y hubo un retroceso en el año de 10.6%. **Ese día se cubrieron las posturas y el mercado accionario pasó por una crisis de confianza.**

Con los resultados de esa semana, sumaban ya 15 días de bajas continuas en el mercado accionario, lo que se agravó cuando con las declaraciones de Serra se dio el rumor del alza en las tasas de interés, y la inversión extranjera comenzó a disminuir su participación en el mercado de valores. Baste con recordar que el Credit Swiss First Boston disminuyó sus carteras en México de 46 a 35% para llevárselas a Brasil.

**Sin embargo, los efectos que generaron las declaraciones de Serra en el mercado financiero, no fueron el único factor que alimentó el nerviosismo de los agentes. El hecho que más los preocupó fue la contradicción que manifestaron las autoridades financieras mexicanas.**

Consultores y analistas explicaban que un por lado atraer capitales suficientes para impulsar el ahorro externo, lo que implicaba mantener altas las tasas de interés, y por otro, evitar un revés en la política inflacionaria, sin sacrificar al peso mexicano deprimido por los embates de la incertidumbre política de 1994 y presionado por la especulación reciente, era poco posible. En consecuencia, las consultorías como Merry Lynch recomendaron a los inversionistas mantener líquidos sus recursos o trasladarlos a otros mercados como Brasil.<sup>140</sup>

19 de diciembre

El 19 de diciembre por la tarde la Comisión de Cambios (integrada por la secretaría de Hacienda y el Banco de México) decidió ampliar la banda 13.3% y dio como única razón,

<sup>138</sup> El Financiero, 16 de diciembre de 1994 varias notas

<sup>139</sup> El Financiero, 17 de diciembre de 1994, Irma González

<sup>140</sup> El Financiero, 17 de diciembre de 1994, varias notas.

la inestabilidad en Chiapas, en virtud, de la respuesta del subcomandante Marcos a las instancias de intermediación y al presidente Zedillo de su intención de reanudar las hostilidades, así como el anuncio de la toma de 8 municipios chiapanecos. Con lo que se dijo, se había revivido el nerviosismo y la incertidumbre de los mercados financieros mexicanos.

La reunión donde se suponía la Comisión de Cambios propuso en primera instancia cambiar al régimen de flotación, empezó a las 21 horas del lunes en la secretaría del Trabajo y terminó a las 4 horas del martes. Acordaron no cambiar al régimen de flotación, sino aumentar el desliz de la banda cambiaría en 53 centavos, mismo que se evaluaría luego de 6 meses, entre otras medidas.

Esta decisión se justificó con la siguiente afirmación:

"Los llamados a la violencia y las amenazas a la paz social han ido incrementando un clima de incertidumbre que obstaculiza el desenvolvimiento económico de México."

Así, con las medidas anunciadas se buscaba hacer frente a los incrementos en las tasas de interés y a las presiones en el mercado cambiario, por lo que con la ampliación de la banda se intentaba dar mayor margen de maniobra al Banco de México.

Pero nadie creyó en las razones de Hacienda. Incluso los representantes bancarios afirmaron inmediatamente que Chiapas sólo fue *un auténtico pretexto* para ampliar la banda, porque el problema había dejado de tener la importancia que tuvo a principios del año. "Es un problema regional que importante, pero no era para devaluar. El problema fue la fuga de capitales que aumentó de manera importante, tan es así que se fugaron 4,000 millones de dólares" señaló uno de los analistas.

La incertidumbre ocasionó una pérdida en la Bolsa de Valores de 4.15 %, ubicándose en 2,231.11 unidades, la cuarta caída más grande del año.<sup>141</sup>

20 de diciembre

El 20 de diciembre, el peso se devaluó por lo menos 15% luego de que los sectores del Pacto decidieron subir 53 centavos la banda de flotación.

21 de diciembre

Este día la bolsa de valores llegó a perder hasta 11% antes del mediodía. En tanto, las tasas de interés se dispararon al alza, donde los Cetes en el mercado primario llegaron al 16%, lo que representó un incremento de 2.25%.

Era ya evidente el fracaso de la medida. Antes de la medianoche del 21 de diciembre se firmaron modificaciones al Pacto, en la reunión que duró de las 18:30 a las 23:15 horas, Santiago Oñate, secretario del Trabajo recabó la firma de Fidel Velázquez, líder de la CTM, en su casa y luego Serra leyó el anuncio a la prensa de la adopción de la libre flotación, pero agregó 8 puntos de un programa adicional del gobierno que no se dio a conocer a los dirigentes obreros y campesinos, entre los que se incluía la profundización de la apertura financiera y la privatización del sectores estratégicos como Pemex y CFE.

---

<sup>141</sup> El Financiero, 19 de diciembre, varias notas.

Mientras todos estaban reunidos en la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, Miguel Mancera, gobernador del Banco de México, se reunía con la AMB a las 24 horas y sostenía que se había hecho todo lo posible por mantener la banda; que preveía en consecuencia un incremento en las tasas de interés y ante la evidente caída de los flujos externos, les pidió su apoyo a las medidas del gobierno.

Los efectos no se hicieron esperar. La tasa interbancaria subió 12.2 puntos, con lo que los intereses de algunas tarjetas se elevaron hasta 59%.

En ese entonces hubo gente del propio Banco de México que confirmó la versión de los empresarios y banqueros, quienes sostuvieron que la medida adoptada por el Banco de México fue consecuencia de la salida de capitales.

El Banco de México, lo narró así: "El 19 de diciembre en el foro del Pacto Económico se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que antes de ir a un régimen de flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios decidió aceptar esta fórmula. Pero como es del dominio público, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre de 1994."

El columnista, Herminio Rebollo refirió que Serra desde el 19 de diciembre propuso la devaluación ante el seno del Pacto, pero los empresarios y obreros sugirieron primero ampliar la banda y Serra dijo "es la mejor opción".

Al salir los empresarios empezaron a sacar sus capitales, las verdaderas intenciones eran devaluar. Con lo que se terminó por consolidar lo que más tarde fue nombrado por el ex-presidente Carlos Salinas, "El Error de Diciembre".

El reconocido economista Rudiger W. Dornbusch criticó lo burdo de las declaraciones de Serra, al culpar de todo, al conflicto que se vivía en Chiapas:

**"Una tras otra –dijo– las expresiones de Jaime Serra generaron problemas de credibilidad al gobierno federal. Lo mismo cuando se refería al problema de la estabilidad del peso que cuando se refería a la rebelión Zapatista en Chiapas como causa del primer ajuste en la banda de flotación del peso frente al dólar."**

Ya con anticipación se había expresado en tono burlón y molesto por la frivolidad de las palabras del aún secretario de Hacienda. Comentó que era inconcebible que se pensara que un ajuste cambiario de esa naturaleza pudiera ser causado por un problema local, como aseguraba Serra.

El "error de diciembre" terminó con la credibilidad de la recién estrenada administración de Zedillo. Agentes del mercado, se preguntaban: ¿Porqué las reuniones de madrugada, conferencia a las 7 de la mañana?, ¿qué ya había empezado la balacera en Chiapas, o qué había pasado?, ¿qué tan bajas estaban las reservas? ó ¿por qué se dejó pasar la renovación del Pacto para anunciar nuevas medidas?

Entre la sorpresa y el desaliento, los inversionistas aludían a que tan sólo el jueves anterior Serra declaraba en Wall Street que no se presentaría la devaluación. Las consultorías Smith Barney y Nomura Securities, reiteraron la necesidad de que el gobierno explicara la medida y se diera una solución al conflicto de Chiapas.

Asimismo, lo apresurado de las medidas, envió la señal adicional de lo mal que deberían estar las reservas, e incluso grupos financieros nacionales como Bancomer, también pidieron explicaciones.

A ello se sumaron los legisladores del PAN, PRD y PT quienes reiteraron que la situación de Chiapas había sido un pretexto, e incluso lo calificaron de albazo financiero.

En conclusión, nadie creyó en las explicaciones gubernamentales, que eran pocas. Hasta los representantes de la banca extranjera afirmaron que la devaluación había sido una medida emergente porque el tipo de cambio enfrentaba serias presiones, y no porque Chiapas la hubiera generado.

"Fue un movimiento estratégico para no endosarle a las reservas internacionales el costo de la especulación y cobrarles a los que apuestan a favor del dólar. La devaluación modificó las expectativas y los CGPE tendrían que ser modificados", explicaron

22 de diciembre

Al siguiente día, Jaime Serra viajó de urgencia a Nueva York. Cuentan que a su entrada al salón, donde se encontraban los representantes de los inversionistas extranjeros, le gritaron: "mexican liar, mexican liar". (mexicano mentiroso, mexicano mentiroso).

En tan sólo dos horas trató de infundir confianza a los inversionistas extranjeros, pero las empresas mexicanas que cotizan en Wall Street cayeron hasta 19.3% ese día, arrastrando con ello al mercado de valores nacional. Al término de su reunión y con el fracaso inminente, cuentan que a la salida del salón, Jaime Serra – Jaijo, el hombre más fuerte del gabinete de Zedillo- lloró. La crisis fue inminente.

La sensación de los inversionistas extranjeros, era que el país estaba en caos y que el régimen de flotación no solucionaría los problemas. Es más, según el Wall Street Journal la inestabilidad no tenía más sustento que el énfasis que había puesto el gobierno mexicano en la reducción del abultado déficit de las finanzas públicas, en detrimento del crecimiento económico.

El primer apoyo financiero de emergencia se activo. Una línea de 7 mil millones de dólares que tenía México con el FMI y Washington en defensa de las medidas tomadas por el gobierno de México, le fue autorizada, dentro de la firma del TLC.

Con la devaluación se estimaron pérdidas cambiarias en la Bolsa de Valores por 4,500 millones de dólares. Todo el sector empresarial empezó a reetiquetar sus mercancías, y en Estados Unidos los inversionistas hacían evidente la pérdida de credibilidad hacia el gobierno de Zedillo.

El periódico El Financiero publicó que expertos de inteligencia de México y de Estados Unidos en una reunión "concluyeron que el conflicto de Chiapas y el ascenso de un nuevo gobierno con capacidad no probada, habían hecho resurgir el espectro de una devaluación e incrementado las dudas de si México recibirá los flujos de capital externo, que necesitaba en 1995 para financiar el déficit en la cuenta corriente."

Según el analista norteamericano, Jim Nash, las causas fueron que en el proceso de transición política, el gobierno ya no tuviera el control de todo. En consecuencia, el presidente debía proyectar **seguridad y confianza** para gobernar. "Los inversionistas

buscan siempre orden y estabilidad, y eso en México se traduce en un gobierno fuerte y estable”, afirmó.

Asimismo, había dudas sobre Esteban Moctezuma, Luis Téllez y hasta de lo poco que se conocía a Jaime Serra en Wall Street. La salida de capitales, según estos expertos, se debió a factores externos: el incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos y la llegada de un gobierno reformista en Brasil que hizo súbitamente atractivo ese mercado.

En lo interno, que el problema de Chiapas renació con la percepción de que la situación de ese estado se pasara a otras entidades y, por último, a las dudas sobre Zedillo; se le consideraba una “incógnita” y un “ente no probado”.<sup>142</sup>

23 de diciembre

Hasta este día, Zedillo informaba al país que 1995 sería un año difícil, pero que intentaría superar la crisis. Se estimó en ese entonces que podrían salir hasta 50 mil millones de dólares, según la consultoría Smith and Barney, que afirmó que la estrategia de incrementar los réditos había funcionado bien porque el nivel de las tasas de interés atrajo a los inversionistas y se mantuvieron constantes los flujos, sin embargo, advirtió:

**“Es un golpe muy duro para los inversionistas extranjeros, ya que sienten que el gobierno les mintió y les seguirá mintiendo; primero en el pacto del 24 de septiembre, el viernes pasado e inclusive el martes cuando la paridad se subió a 4 pesos. Es más, será un problema restaurar la confianza, este movimiento podría ocasionar una salida de 50,000 millones de dólares, el 25% del valor de capitalización”, señaló Francisco Chávez, consultor de Smith and Barney.**

Otros expertos, como John Williamson del Instituto Economía Internacional de Washington D. C., considerado uno de los expertos a nivel mundial sobre tipos de cambio, aseguraba que ignorar la evidencia sobre la valuación actual de los tipos de cambio en Argentina y México, ponía en riesgo la estabilidad que estos países han logrado con tanto sacrificio.

George Beker, director general de la empresa México Energy Intelligence, afirmó que la coyuntura de la crisis de 1994 no fue culpa solamente del secretario de Hacienda Jaime Serra, ya que la devaluación del peso ante el dólar era necesaria en el tiempo del cierre del sexenio de Carlos Salinas. “La corrección debió haber sido del 20% pero dada la brusquedad del movimiento llegó a 40%, lo que indica una sobrecorrección que no obedece al poder adquisitivo del peso frente al dólar, y que es más que nada un voto de desconfianza”, aseguró.

Otros sostuvieron que la devaluación fue originada porque el déficit de la cuenta corriente no correspondía a la paridad cambiaria de nuestra moneda, la cual fue mantenida más por fines políticos --la legitimidad del año electoral o la promoción internacional de Salinas de Gortari -- que por motivos de realismo económico.

En un documento consignado por el columnista Herminio Rebollo, el gabinete económico esbozó las razones del porqué la ampliación de la banda en 15% no dio resultado:

- No hubo una suficiente explicación oficial de las medidas adoptadas

---

<sup>142</sup> El Financiero, 22 de diciembre de 1994, Dolia Estevez

- Múltiples versiones y rumores respecto de la situación en Chiapas, en los que se llegó a hablar de atentados en contra de Eduardo Robledo y Amado Avendaño, agudizaron la intranquilidad entre los inversionistas nacionales y extranjeros y;
- Se extendió la tesis manejada en el reporte semanal del Grupo Interacción, en el que se cuestionó al presente gobierno, y éste se interpretó como un mensaje de Carlos Hank en contra de Zedillo, porque su hijo mayor era presidente del grupo.

De hecho algunos mencionaban que desde mayo se había considerado devaluar. Guillermo Ortiz, en su calidad de subsecretario de Hacienda, expresó en septiembre la necesidad de devaluar en un foro en los Estados Unidos; pero Aspe y Mancera no lo aceptaban. De hecho en el Banco de México, Eduardo Turrent, entonces director de Comunicación Social, lo explicó así: "Salinas estaba obsesionado con crecer y por eso no se devaluó".

26 de diciembre

En los días festivos, los mercados permanecieron cerrados, pero ya para el 26, la devaluación llegaba hasta el 60%, luego del anuncio de la liberación del dólar. Entre el miércoles y el viernes las pizarras ya marcaban 4 pesos a la compra y 5.20 a la venta. Para esta fecha los agentes financieros exigían al gobierno que clarificara su política económica y que diera los detalles del Plan Emergente.

Luego, la Culpa fue de Salinas. Gobernadores, funcionarios del sector hacendario y del Banco de México, coincidieron en que la situación de emergencia financiera que enfrentaba el país respondía fundamentalmente a problemas de carácter estructural y a medidas que no se tomaron en la administración de Salinas.

"Ha sido herencia" denunció el subsecretario de Hacienda, Santiago Levy. Explicó que si bien en la presente crisis intervienen factores de orden coyuntural. La razón de fondo se encuentra en que a lo largo de los últimos meses no se tomaron las medidas profundas para corregir lo que ya se acumulaba como un problema importante.

Frente a los efectos de liberar el tipo de cambio, los bancos modificaron su política de tasas de interés y anunciaron que habría cargos adicionales de hasta 20% para los deudores morosos. En menos de 24 horas, el encarecimiento del crédito en la banca mexicana se incrementó. Se duplicaron las tasas que se aplican a los créditos al consumo e hipotecarios, los cuales rebasaron 56% y 47% en términos anuales respectivamente.

Jaime Serra no acababa de recibir los reproches de los inversionistas nacionales y extranjeros. Fue reprobado por la comunidad financiera y política, y se hablaba ya de su inminente salida.

El manejo de la comunicación social fue criticado. Expertos aseguraron que Hacienda no supo como manejar la devaluación, no salió a informar, lo que generó más incertidumbre.

Funcionarios de Hacienda relatan que cuando Pedro Aspe anunciaba una ampliación de la Banda Cambiaria, llegaba a las 7:00 am a la oficina y se comunicaba con las autoridades financieras de EE.UU, la FED y del Tesoro Norteamericano, hablaba con el presidente del FMI, y luego se disponía a explicar la medida a los principales empresarios mexicanos y banqueros, para que a la apertura los mercados estuvieran tranquilos.

El día en que se amplió la banda, Serra no llegó temprano. Su esposa había tenido un bebé y se fue a verlos al hospital. Los mercados empezaron a funcionar sin información y los agentes del Gobierno no podían trabajar en detener a la devaluación, porque el secretario de Hacienda aún no daba indicaciones. Para cuando Serra quiso darlas, la demanda por dólares ya mermaba las reservas y la bolsa de valores perdía puntos, hasta que la banda cambiaría se hizo insostenible.

De hecho, el director general de Planeación Hacendaria, Manuel Ramos Francia ha atribuido a los errores de Serra el 50% de la crisis que México enfrentó en 1995.

Así, el proyecto de Zedillo quedó condicionado a obtener 30,000 millones de dólares anuales, a incrementar en 2% la tasa de productividad y a incrementar en una quinta parte la inversión interna.

27 de diciembre

Este día el gobierno de Estados Unidos consideró que la devaluación de México era ya excesiva, la bolsa bajaba 2.82% y el dólar se cotizaba a 6 nuevos pesos.

28 de diciembre

Las tasas de interés de los Cetes a 28 días aumentaron 15 unidades porcentuales, para ubicarse en 31%, en tanto, la tasa de interés interbancaria promedio se ubicó en 39.74%, es decir, en 7.36 puntos porcentuales más que la registrada en la semana anterior.

29 de diciembre

Hasta el 29 de diciembre, el presidente Zedillo anunció finalmente el Programa de Emergencia Económica, Jaime Serra sale de Hacienda y es sustituido por Guillermo Ortiz, que era el secretario de Comunicaciones y Transportes.

Este programa planteaba bajar el déficit en la cuenta corriente y estabilizar la economía. Zedillo atribuyó la devaluación al creciente déficit en la cuenta corriente que ese año ascendió a 8% del PIB.

El programa tenía los siguientes elementos:

- 1) Acuerdo entre los sectores
- 2) Ajuste fiscal para compensar el déficit en la cuenta corriente
- 3) Conjunto de medidas de cambio estructural
- 4) Integración de un fondo financiero

El argumento de que el enorme déficit en la cuenta corriente había sido la causa fue resumido por Zedillo en estas palabras, en su mensaje a la nación del 29 de diciembre:

“Hubo una subestimación del problema, y esa subestimación fue sumamente grave”  
Por su parte, en su carta de renuncia, “el artífice del TLC” aceptó haber equivocado la estrategia para hacer frente a la crisis financiera del país desde el inicio del actual

sexenio. Indicó que propuso una serie de ajustes graduales que subestimaron la gravedad del problema de divisas de la nación".<sup>143</sup>

El 30 de diciembre

Este día llegó la misión del Fondo Monetario para preparar el plan de estabilización, y algunos analistas extranjeros advirtieron que: "La crisis se debió más que nada a la incongruencia de las autoridades financieras del país"<sup>144</sup>.

**- Extractos del libro 'México, el difícil paso a la modernidad', de Carlos Salinas de Gortari. Noviembre de 1994: devaluar o no devaluar.**

Se quiso presentar un hecho anecdótico ocurrido en los últimos días de 1994 como una explicación del descalabro económico de 1995.

Se trata de reuniones realizadas en la biblioteca de mi casa el sábado 19 y el domingo 20 de noviembre.

Pero antes de arribar al relato de aquellos encuentros es necesario recorrer las circunstancias que los propiciaron. Por aquellos días el mercado cambiario se comportaba inestable, aunque desde mediados de julio no se habían presentado salidas de capitales.

De improviso, el lunes 14 salieron casi 500 millones de dólares, el miércoles 300 y el jueves 705. El viernes 18 de noviembre se registró una de las más elevadas salidas de dinero en el año: 1,657 millones de dólares.

Esta fuerte salida de divisas se atribuyó a diversos factores: se adujo por ejemplo, que fue motivada por declaraciones contra funcionarios del PRI lanzadas por el fiscal responsable del caso Ruiz Massieu; en el colmo de la especulación, se comentó también que había sido una reacción ante el fallecimiento de Diana Laura Riojas de Colosio.

Es posible que esos acontecimientos hayan influido. Sin embargo, hubo un hecho que fue

---

<sup>143</sup> El Financiero, 29 de diciembre de 1994, varias notas y discursos

<sup>144</sup> El Financiero, 31 de diciembre de 1994, Roberto Vazquez.

particularmente importante y que poco han tomado en cuenta quienes han hecho el análisis de aquellos días finales de noviembre de 1994.

Como antes se comentó, desde febrero de ese año la Reserva Federal de los Estados Unidos empezó a subir sus tasas de interés; este proceso generó todo el año un alza generalizada de intereses y convirtió a ese país en el máximo importador de capitales del mundo. Todos los mercados emergentes resintieron ese cambio de la política financiera norteamericana. México, además, enfrentó las secuelas del magnicidio de Donald Colosio a los pocos días de comenzado aquel proceso. Eso complicó el ambiente económico interno y provocó las grandes salidas de capitales del mes de abril.

El 15 de noviembre de 1994, la Reserva Federal de los Estados Unidos volvió a incrementar la tasa de rendimientos de los fondos federales; el aumento fue de tres cuartos de punto y ese solo movimiento ha sido calificado como "la acción más restrictiva de política monetaria adoptada en ese país desde 1990". Fue ese incremento inesperado el principal estímulo para la salida de divisas ocurrida durante la semana de noviembre. Por cierto, se anticipaba otra situación semejante para la reunión programada por la Reserva Federal estadounidense hacia fines del mes de diciembre.

Así llegamos a las anunciadas reuniones de noviembre 1994. Ante la salida de divisas registrada durante aquella semana de noviembre, el presidente electo y yo determinamos convocar a un encuentro en la biblioteca de mi domicilio particular, pues para esa fecha ya había yo dejado la residencia oficial de Los Pinos.

El 19 de noviembre por la mañana nos encontramos el presidente de la República, el presidente electo, los secretarios de Hacienda, de Comercio y del Trabajo, el gobernador del Banco de México y Luis Téllez, el Coordinador de Asesores de Zedillo. Aspe y Mancera expusieron de manera breve la delicada situación que enfrentábamos.

Al tomar la palabra manifesté mi interés en que la nueva administración se iniciara en las mejores condiciones económicas; si para el efecto se requería operar una devaluación, comenté, estaba dispuesto a asumir esa responsabilidad. Enseguida solicité la opinión de los presentes.

Aspe intervino de inmediato y se opuso a la medida con argumentos sensatos y convincentes. Recordó que si bien durante el sexenio depreciamos la moneda más del 50%, lo hicimos pactando un desliz mayor en el techo de la llamada banda de flotación, nunca de manera brusca, ya que eso, además de generar confusión hubiera minado la confianza. Aspe afirmó entonces: "Dado el funcionamiento positivo del sistema de banda de flotación durante todos estos años y el estricto apego a las concertaciones del Pacto, en mi opinión no hay ninguna oportunidad de realizar una "pequeña" devaluación de 15%. Un cambio abrupto del techo de la banda rompería la tradición de movimientos graduales; sin duda, eso llevaría a una devaluación adicional en menos de 24 horas y, peor aún, a la pérdida de confianza y credibilidad".

El gobernador del Banco de México, Miguel Mancera, terció para plantear un escenario muy inconveniente pero posible: que al abrir de golpe la banda "sólo" 15%, el mercado reaccionara de manera agresiva contra las reservas y obligara a regresar a un nuevo Pacto. De acuerdo con Mancera esto podía llevar a la necesidad de instrumentar una

flotación total. Un escenario así, concluyó, simbolizaría la destrucción del Pacto y de la estabilidad cambiaria.

Intervino el Secretario del Trabajo, Arsenio Farrell. Expresó que a lo largo del sexenio que terminaba la credibilidad de la política económica se había construido con base en la congruencia y el carácter integral de las decisiones. No pueden anunciarse medidas cambiarias de manera aislada, dijo. El sector obrero, recordó, había apoyado las modificaciones al desliz de la banda porque las presentamos dentro del Pacto; siempre fueron parte de un paquete de política económica complementario, dialogado y concertado. Farrell señaló que veía una dificultad de carácter operativo para concertar dentro del Pacto ese ajuste: dado que nos encontrábamos en fin de semana, era prácticamente imposible convocar a los dirigentes laborales y empresariales para celebrar una reunión de emergencia.

Aspe concluyó con un señalamiento contundente: no era viable que una Administración a la que sólo le quedaban diez días realizara una modificación del régimen cambiario, pues no tendría tiempo para implementar el paquete general de política económica imprescindible en estos casos. Además, insistió, había que establecer acuerdos de apoyo con la Tesorería de los Estados Unidos para que cualquier acción tuviera como soporte una firme declaración de las autoridades financieras internacionales. Era un error efectuar una devaluación abrupta del peso a diez días de entregar la Presidencia.

Aunque Zedillo favorecía una devaluación del peso, no objetó estas consideraciones. Tampoco Serra. Se llegó entonces, durante el 19 y el 20 de noviembre, a la conclusión de que no era conveniente intentar un ajuste brusco en el techo de la banda, en virtud de las siguientes consideraciones: 1) Una devaluación brusca del peso no se justificaba ni económica ni política ni socialmente; 2) Tampoco había posibilidad de concertarla dentro del Pacto; 3) Si lo que se pretendía era abandonar el sistema acordado de desliz en las bandas cambiarias y pasar a la libre flotación del peso, eso significaba una modificación radical en el régimen cambiario, lo que exigía toda una nueva estrategia económica y de concertación; 4) No se podía elaborar e instrumentar esa nueva estrategia de política económica en los pocos días que restaban a mi administración, estrategia que carecería de credibilidad al tener sólo diez días de duración; y 5) Era imposible alcanzar ese fin de semana, en sólo unas horas, los indispensables acuerdos y apoyos concertados con las autoridades financieras internacionales -de América del Norte, Europa y Japón- para respaldar el nuevo régimen cambiario.

Se resolvió que Pedro Aspe actuara en las primeras horas del lunes 21 de noviembre para intentar calmar los mercados. Así se hizo y Aspe volvió a demostrar su eficacia y la credibilidad que tenía en los mercados nacionales e internacionales: cesaron las salidas de capitales y la tranquilidad se mantuvo hasta el 1 de diciembre, día en que se realizó el cambio de gobierno.

Aquel fin de semana de noviembre, sin embargo, tuvo lugar otro acontecimiento que en poco tiempo traería repercusiones funestas. El presidente electo me propuso establecer una coordinación económica encabezada por Jaime Serra, hasta ese momento mi secretario de Comercio.

Acepté. No obstante, Aspe se opuso a la medida con razones convincentes. Establecer

esa coordinación, me dijo, equivaldría a tener dos autoridades responsables de las finanzas y la economía dentro del gobierno: el secretario de Hacienda y el nuevo coordinador. Aspe propuso que, en todo caso, Serra asumiera desde ese momento la responsabilidad completa y que, ya como funcionario del gobierno entrante, elaborara las medidas que, según las filtraciones que provenían del equipo del presidente electo, tenían como eje la supuesta inevitabilidad de una rápida devaluación. Me negué a cambiar a Aspe y la propuesta de Zedillo no prosperó. La irritación que percibí en el presidente electo tendría graves consecuencias.

## **El preámbulo de las horas fatídicas**

A las 12:30 horas del último día de noviembre de 1994 se anunció el gabinete del presidente Zedillo. De inmediato la Bolsa Mexicana de Valores, tras dos semanas de alzas continuas que acumulaban casi 10% de ganancias, inició una caída que continuó hasta la fatídica devaluación.

¿Por qué cayó la Bolsa? Los inversionistas financieros reprobaron el nuevo gabinete. Lo consideraban "inexperto" y recriminaban la ausencia de Pedro Aspe en la cartera de Hacienda. Durante varios años Aspe había construido un capital de credibilidad y confianza.

Cuarenta y ocho horas después, y sin que el nuevo gobierno atendiera esta llamada de atención de los inversionistas, se inició el desmantelamiento del servicio civil de carrera en el área financiera del gobierno federal. Para empezar, consumado el relevo de Aspe, fueron removidos todos los miembros del segundo mando en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público: los tres subsecretarios, el de Hacienda, el de Egresos y el de Ingresos, el Procurador Fiscal y más adelante el Tesorero de la Federación.

Por primera vez en la historia moderna del país, también fueron relevados casi todos los miembros del tercer mando de Hacienda, es decir, casi todos los Directores Generales, base de ese servicio civil. El 90% debió renunciar a sus cargos en forma inmediata, entre ellos los directores generales de Crédito, Planeación Hacendaria, Banca de Desarrollo, Banca Múltiple, Seguros y Fianzas. Los sustitutos no fueron nombrados oportunamente: durante más de dos semanas el mando financiero quedó sin directores generales de Crédito y de Planeación Hacendaria. Lo mismo sucedió en áreas tan sensibles y delicadas como las de tributación, presupuesto y control fiscal, donde las remociones fueron tan inmediatas como generalizadas.

Pero la obra de destrucción no concluyó ahí. Por distintas razones también dejaron sus cargos servidores públicos en el cuarto y quinto mandos de la Secretaría de Hacienda: 79 directores de área y 176 subdirectores fueron removidos. Por último, algunos funcionarios clave para la operación del mercado de dinero y de valores fueron sustituidos, entre ellos el director general de Nacional Financiera y los presidentes de la Comisiones Nacionales de Seguros y Fianzas y del Sistema de Ahorro para el Retiro.

¿Por qué este desmantelamiento de un servicio civil que había probado su eficacia para mantener la estabilidad de precios y del tipo de cambio? Algunos altos funcionarios del gobierno de Zedillo que participaron en esos eventos lo atribuyeron a la expresa intención presidencial de borrar todo vestigio del equipo de quien fuera mi secretario de Hacienda,

blanco de la permanente animadversión de Zedillo desde varios años atrás: el doctor Pedro Aspe. Para el primer círculo del nuevo gobierno, resultaba imperioso responder de manera perentoria a los reclamos del Presidente, entre otras cosas porque la lucha para sucederlo se había desatado desde los primeros días de su gobierno.

### **16 de diciembre: el gobierno de Zedillo sostiene que no es necesaria una devaluación**

El miércoles 14, la bolsa de valores continuó la caída iniciada dos semanas antes. Ese día, la prensa lo atribuyó a "rumores de enfrentamientos en Chiapas". Tras la comparecencia de Serra ante la Cámara de Diputados, el viernes 16 de diciembre el periódico norteamericano Wall Street Journal publicó una extensa entrevista con el secretario de Hacienda. En ella, Serra afirmó que se mantendría la política económica de la administración anterior y en particular la política cambiaria.

El secretario explicó las razones por las cuales no era necesaria una devaluación del peso mexicano: Si se consideran nuestras exportaciones no petroleras a los Estados Unidos, se ve que su tasa de crecimiento se ha duplicado y la razón es el TLC, no un peso barato. Existen muchos factores estructurales que son más importantes para el comercio internacional que la paridad cambiaria.

En esa entrevista, Serra ofreció un dato relevante al citar un estudio de Macro Asesoría Económica. Según dicho estudio la sobrevaluación del peso era "del 14%". Tal era, a todas luces, la sobrevaluación que el gobierno estimaba debía corregirse.

Sin embargo, los inversionistas no parecieron haberle concedido mucha credibilidad al paquete económico ni a las declaraciones oficiales.

Ese mismo día, por primera vez en el gobierno de Zedillo, las reservas internacionales del país perdieron un monto importante: ¡855 millones de dólares! Frente a esta señal de desconfianza y ante la continua caída de la Bolsa de Valores, ese fin de semana debió haberse convocado al gabinete económico para analizar con cuidado la situación y preparar un programa de acción oportuno. Los acontecimientos que siguieron prueban que no se hizo sino que se actuó con ineptitud y con irresponsabilidad. El país pagó los desaciertos.

### **Entre el 19 y el 21 de diciembre de 1994: 72 horas que condujeron al desastre nacional**

A las 9:45 de la mañana del lunes 19 de diciembre, el secretario Serra llamó al nuevo secretario del Trabajo, Santiago Oñate. Le comunicó que el EZLN había tomado "69 municipios", de acuerdo a información aparecida en Infosel, un sistema privado de noticias. La información que Serra le transmitió a Oñate no era del todo correcta: la madrugada del día siguiente el EZLN declaró que había tomado "38 municipios", entre los cuales se contaban varios que había "creado" de manera artificial. La desorganización en el gabinete se hizo evidente: la Secretaría de Gobernación negó que eso hubiera sucedido y desmintió la versión de que se había roto el cerco militar. Pero el golpe estaba dado.

Serra le comunicó a Oñate que lo recogería a las 2:30 de la tarde, en las oficinas de la Secretaría del Trabajo, en el sur de la Ciudad de México. De ahí se trasladaron a las oficinas de la Secretaría de Hacienda en la calle de Arturo, en San Ángel. Se encontraban reunidos funcionarios de esa dependencia y del Banco de México. Serra propuso visitar a Fidel Velázquez, el líder de la central obrera más importante de México, la CTM. La propuesta sorprendió a Oñate, pero más lo sorprendió el propósito de la visita. "Hay que mover la banda", comentó Serra. Oñate inquirió: "¿Cuál banda?". La respuesta de Serra lo preocupó aún más: "La de flotación del peso".

Fidel Velázquez había pedido con anterioridad que, en caso de ser necesaria su presencia en alguna reunión, ésta se realizara por la mañana, pues por motivos de salud tenía que permanecer en casa durante las tardes. Oñate lo sabía. Por eso agregó una pregunta más: "¿Tan difíciles están las cosas?". Las noticias no eran buenas: ese día el mercado cambiario había perdido otro monto considerable de reservas internacionales: 701 millones de dólares. Los dos secretarios salieron de las oficinas de San Ángel, abordaron un automóvil y, en el camino a casa de don Fidel comentaron la propuesta. Serra señaló que era necesario convocar a los dirigentes obreros y empresariales que integraban el Pacto, rebautizado por el gobierno de Zedillo con el nombre de "Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento". Serra propuso que la reunión urgente del Pacto se llevara a cabo esa misma noche.

Ante la propuesta de una convocatoria apresurada, Oñate volvió a inquirir: "¿Vamos a devaluar?". Serra le prohibió utilizar la palabra "devaluación", que la gente asociaba con las etapas más negras de la economía mexicana. En los últimos siete años no se había recurrido a devaluación abrupta.

Llegaron a la casa de don Fidel, ubicada en Las Lomas, en el noreste del Distrito Federal. Entraron y pasaron a una pequeña sala junto a las habitaciones del piso superior. El experimentado líder sindical supuso que la precipitada reunión tenía el objeto de dialogar sobre el aumento al salario mínimo, que siempre se negociaba en esas fechas. Por eso con la mayor naturalidad preguntó al recibirlos: "¿Cuánto proponen de aumento a los mínimos? ¿Traen buenas noticias?". En lugar de responder a su pregunta, Serra explicó en términos técnicos la situación.

Don Fidel comentó sin rodeos: "No entiendo". Oñate aclaró: "Vamos a devaluar". Sin retraso, don Fidel afirmó: "Ya entendí". Y agregó: "Porque de cuestiones técnicas de flotación no entiendo".

Le propusieron que los integrantes del Pacto se reunieran esa noche. Don Fidel replicó que esperaría la convocatoria. Al salir, ya en el coche de nuevo, Oñate agregó otra pregunta: "¿Y los apoyos de los norteamericanos?". La respuesta fue cortante: "Eso, ni tratarlo".

Regresaron al sur, a las oficinas de la Secretaría del Trabajo. Convocaron apresuradamente a la reunión del Pacto para ese lunes a las 7:30 de la noche. No se trataba, sin embargo, de una más de las reuniones con los representantes de los sectores productivos. Tuvieron que corregir el citatorio y convocar a los líderes sindicales y empresariales.

Ese lunes el presidente Zedillo se encontraba fuera de la ciudad, de gira por el estado de Sonora, en el noroeste del país. No parece haber existido conciencia de la magnitud del problema ni plan para enfrentarlo.

En lugar de realizar una cuidadosa reunión al más alto nivel para preparar la reunión del Pacto y, sobre todo, el programa a desarrollar, el Presidente y el gabinete económico estaban desarticulados.

Ya de noche y con retraso se inició la reunión del Pacto en la Secretaría del Trabajo. Esta vez el encuentro no se llevó a cabo ni en un salón único ni con los asistentes usuales. Se ubicó en un lugar a los dirigentes sindicales y campesinos y en otro a los empresarios. Los dirigentes obreros suponían que se trataba de negociar los salarios mínimos.

Para su total sorpresa, los funcionarios gubernamentales anunciaron que se modificaría el régimen cambiario. Mientras los dirigentes del sector obrero se reponían de la sorpresa, los representantes gubernamentales pasaron al cuarto donde se encontraban los empresarios para hacerles el mismo anuncio. Sólo agregaron que la medida buscaba "defender las reservas internacionales del país y bajar las tasas de interés, para afianzar la recuperación económica en marcha". La dirigencia empresarial les reclamó que se abandonara el régimen operado por varios años, que consistía en abrir en forma gradual la banda mediante un desliz más rápido y no de un solo golpe, como ahora proponían.

Con razón, los empresarios hicieron ver que un movimiento brusco de la banda afectaría la confianza construida a lo largo de los años.

### **El gobierno concedió a algunos empresarios información privilegiada sobre la inminente devaluación**

Los representantes gubernamentales no tenían una posición bien acordada entre ellos. Por eso, no presentaron una postura de gobierno sino una opción. Y ante la debilidad de la propuesta gubernamental, los intereses empresariales operaron a sus anchas.

Los empresarios preguntaron qué sucedería si la apertura de la banda resultaba insuficiente y no resistía. Ante este cuestionamiento, la representación gubernamental respondió que en ese caso la apertura podría irse más arriba, prácticamente sin límite (el tipo de cambio ya no tendría límites, se dejaría a su libre flotación). Es decir, los funcionarios aceptaron ante ese pequeño grupo de empresarios que el gobierno estaba dispuesto de operar una devaluación mayúscula.

Esta información resultó letal, pues los empresarios la utilizaron para cubrir sus deudas en dólares. Aquellos dirigentes empresariales supieron en ese momento que el gobierno estaba dispuesto a devaluar más allá de lo permitido por la banda. Sin embargo, los empresarios insistieron en evitar la libre flotación.

Ante el rechazo de los sectores empresarial y obrero, y ya en la madrugada, los representantes del gobierno federal y del Banco de México comunicaron a los sectores

que la Comisión había decidido atender el rechazo a la propuesta de flotación. En su lugar, propusieron el "acotamiento" de la devaluación al 15% mediante "la elevación del techo de la banda", para "defender las reservas internacionales del país".

### **Crisis inminente: otra devaluación, el gabinete turbado. ¿Zedillo? en Acapulco**

El jueves 22 de diciembre el país amaneció con un nuevo régimen cambiario basado en la flotación del peso. Ese día el peso sufrió otro severo descalabro. Se devaluó hasta 4.80 por dólar, y en casas de cambio y algunos bancos llegó a cotizarse hasta en 6 pesos por dólar. Ya sin reservas internacionales, el peso flotaba bajo la influencia de la especulación y la incertidumbre. La devaluación ya no era un instrumento para proteger las reservas internacionales sino el resultado de acciones sin rumbo.

El presidente Zedillo pasó el fin de semana en Acapulco.

A pesar de la enorme trascendencia que para todos los mexicanos tenía modificar el régimen cambiario, la decisión se tomó de manera aislada: ni al Pacto ni al Congreso ni al país se les explicó esta medida como parte de un paquete de política económica.

Fue Santiago Oñate quien, en esas horas, introdujo la flexibilidad salarial y abrió paso a la solución de la crisis. Sin embargo, el terrible impacto de la brusca devaluación en términos de credibilidad, aunado a la ausencia de un paquete formal de política económica, fueron el origen de una prolongada crisis económica y financiera.

### **Fue una devaluación premeditada**

Casi al final de mi administración, en la prensa internacional se publicó que, dentro de la Secretaría de Hacienda, había un debate sobre el nivel apropiado del tipo de cambio. En el acuerdo que tuve con Aspe en septiembre, me entregó una copia de un artículo del Financial Times donde se señalaba que mientras Aspe proponía la estabilidad del peso, su subsecretario Guillermo Ortiz promovía la devaluación. Ortiz era un miembro de mi gobierno que tenía relaciones estrechas con el presidente electo Zedillo, y desde entonces se manifestaba a favor de una devaluación. Después supe que Ortiz le comunicó directamente a Zedillo su opinión sobre la conveniencia de modificar el tipo de cambio.

Más tarde, la prensa confirmó que en octubre de ese año Ortiz efectivamente le hizo llegar al presidente electo un documento en el que le proponía que al inicio de su gobierno se devaluara el peso. En el equipo de Zedillo, dentro del grupo de trabajo que encabezaba Luis Téllez, también se hacían estudios sobre un deseable o necesario ajuste del peso. La intencionada filtración de esas posiciones generó expectativas en ese sentido y afectó las reservas internacionales. El 20 de noviembre de 1994, en la junta celebrada en la biblioteca de mi casa, Zedillo se mostró de manera evidente a favor de una devaluación.

Sin duda había necesidad de revisar la política cambiaria. El desliz ordenado de la banda de flotación del peso durante mi gobierno se utilizó para estabilizar la economía y era el momento de determinar el grado de sobrevaluación de nuestra moneda. Eso era cierto. Pero este examen del régimen cambiario no podía hacerlo mi gobierno, ni después de la

elección ni después de la reunión del 20 de noviembre, ya que sólo faltaban unos días para que mi administración concluyera. Sin embargo, al inicio del gobierno de Zedillo la transición a un régimen de tipo de cambio diferente pudo haberse hecho de manera ordenada y armónica, tomando en cuenta el horizonte de tiempo del que disponía su administración, la cual contaba, además, con las ventajas que le aportaban las reformas introducidas durante mi sexenio.

Pero Zedillo y su equipo llegaron al gobierno decididos a devaluar -desde el principio-. Aquel grupo de economistas conocía muy bien los mercados y la situación financiera nacional e internacional y sustentaba la idea de que era necesaria una paridad más atractiva. Mas si era su propósito realinear la moneda, al asumir la presidencia Ernesto Zedillo debió preparar un programa bien estructurado. No fue así.

En su discurso de toma de posesión Zedillo no hizo ningún anuncio importante en materia económica. En cambio, se dedicó a destacar los avances logrados durante mi gobierno y la necesidad de continuarlos.

De manera particular, en los primeros días de diciembre de 1994, al enviar a la Cámara de Diputados el programa económico de 1995, el Presidente ratificó la estrategia cambiaría en curso. ¿Por qué entonces el 19 de diciembre se determinó de manera intempestiva cambiar de ruta, sin programa ni apoyos internacionales? Usaron de pretexto el movimiento del EZLN en diciembre para hacer lo que realmente querían hacer -devaluar-. Pero no lo prepararon y después el pánico los llevó al fatídico "error de diciembre".

Si su pretensión era modificar el régimen cambiario o si era más modesta y sólo pretendían abrir la banda de flotación del peso, Zedillo y su equipo debieron haber procedido de manera diferente: primero, en su discurso de toma de posesión y en sus iniciativas ante el Congreso, Zedillo debió haber sido veraz sobre el nuevo rumbo que pretendía tomar; segundo, debió consolidar el consenso de su gabinete económico mediante la elaboración -de manera cuidadosa y precisa- del programa económico que acompañaría la medida; tercero, debió confirmar los apoyos internacionales que sostuvieran esa propuesta; cuarto, debió haber alcanzado un acuerdo claro y preciso en el seno del Pacto. Y debió hacerlo durante un fin de semana, tal vez los primeros días de diciembre, aunque lo más conveniente hubiera sido los primeros días de enero de 1995 para evitar las concentraciones de liquidez que normalmente ocurrían al final del año.

Si Zedillo hubiera actuado con serenidad en las horas terribles del 19 al 21 de diciembre de 1994, y en las semanas siguientes, si hubiera conservado los cuadros principales del sector financiero y preparado con anticipación un programa integral y si hubiera actuado con oportunidad, México no hubiera padecido los estragos terribles del "error de diciembre".

Lejos de instrumentar en forma cuidadosa la modificación del régimen cambiario, Zedillo cometió dos errores fundamentales. El primer error tuvo lugar en diciembre, al proporcionar a unos cuantos empresarios mexicanos información privilegiada sobre la inminente devaluación, lo que les permitió cambiar sus pesos a dólares y vaciar las reservas internacionales. El segundo error se cometió al integrar el paquete económico, indispensable para estabilizar el peso después de la devaluación de diciembre, pues pasaron tres meses antes de que se anunciara; en ese lapso, transcurrido entre finales de diciembre y principios de marzo, se desató el aumento de las tasas de interés y ocurrieron

otras tres devaluaciones. Cuando finalmente se anunció el paquete, las tasas de interés ya superaban el 100% y el peso se cotizaba a más de 7 por dólar. Es un hecho que en diciembre de 1994, durante el peor momento económico para México, algunos puestos públicos de importancia estratégica no estaban ocupados por las personas adecuadas. Fue así como Zedillo y su gobierno convirtieron un problema en una crisis.

A finales de 1993 Jaime Serra se opuso a una devaluación brusca, en tanto que Mancera se negó a abrir la banda en noviembre de 1994.

Ya en el gobierno de Zedillo, tanto Serra como Mancera participaron en la mencionada reunión del 19 de diciembre de 1994. Si ambos se habían resistido a ejercer una medida así en el pasado, ¿por qué aceptaron operar esa desafortunada determinación en diciembre? Mancera era Gobernador del Banco Central, un organismo autónomo, por lo que nadie pudo ordenarle que abriera la banda; de hecho, hacerlo no era su responsabilidad, pues la Comisión de Cambios dependía en forma directa de la Secretaría de Hacienda. Ni Serra ni Mancera son los responsables de la debacle.

En realidad, en el caso de Jaime Serra, a lo largo de los años que laboró en mi gobierno desarrollé un gran respeto por él como servidor público, economista y por su calidad personal. Uno de los logros más importantes de mi administración -el TLC- se debió en mucho a su dedicada e inteligente labor. Creo que en diciembre de 1994 la manera precipitada como Zedillo despidió al eficaz equipo de Hacienda y la forma tan irregular e incompetente como decidió modificar el régimen cambiario y dar instrucciones a sus colaboradores para transmitirlos al Pacto no permitieron siquiera que una persona con el talento de Serra pudiera evitar los hechos que condujeron al desastroso "error de diciembre".

De acuerdo con la línea de mando determinada por la Constitución General de la República, el único que podía darle órdenes al secretario de Hacienda era el presidente de la República. La responsabilidad del "error de diciembre" le corresponde a Ernesto Zedillo Ponce de León.

#### **Zedillo repitió en el año 2000 lo que tanto criticó de 1994**

Estas justificaciones oficiales no eran congruentes con los hechos de su gobierno. El 27 de marzo de 2000, la prensa mexicana publicó en primera plana una nota significativa. La correduría norteamericana Goldman Sachs expresó durante una reunión en la Ciudad de México: "El peso mexicano está sobrevaluado en más de 25%. Es una de las monedas más sobrevaluadas de América Latina". El monto de sobrevaluación atribuido al peso mexicano en 2000 era similar al que Jaime Serra había presentado a finales de 1994 y que Rudi Dornbusch, el crítico más tenaz de la política cambiaria, había argumentado en junio de 1994.

Las series del tipo de cambio real mensual preparadas por el Banco de México desde 1980 han confirmado que, contrariamente a lo que se comentó después de la crisis de 1995, el tipo de cambio real durante mi administración nunca llegó a los niveles de apreciación que existieron a principios de los ochenta. Mientras el índice llegó a 157 en enero de 1982 (recuérdese que a mayor valor del índice mayor sobrevaluación de la moneda), durante mi administración llegó a 133 en enero de 1994. Después de esa fecha, y durante los primeros seis meses de 1994, el tipo de cambio real se depreció por lo que

el gobierno de Zedillo lo recibió a 121. Esto querría decir que habíamos logrado revertir una buena parte de la "sobreevaluación" que argumentaba Dornbusch. Lo más importante, las series del Banco de México confirmaron que desde mayo de 1999, al final de la administración de Zedillo, el tipo de cambio real estuvo sobrevaluado por encima del nivel en el cual mi administración lo entregó. Para febrero de 2000, el índice del tipo de cambio real estaba en 132. Es decir, 11% más sobrevaluado que el nivel en el cual Zedillo lo recibió. Esos indicadores apuntaban que éste le iba a heredar a su sucesor un tipo de cambio sobrevaluado y sensiblemente por encima del que recibió de mi administración.

Es cierto que existen varios argumentos por los cuales los niveles del tipo de cambio reales no son estrictamente comparables. Los reconozco porque son similares a los que mi administración utilizó para defender las comparaciones con 1982. En primer lugar, los incrementos en productividad entre 1988 y 1994 podrían permitir una apreciación neta real del 10%. La mayor parte de los incrementos en productividad provenían de reformas estructurales que se realizaron durante mi administración.

Seguramente 10% sí, pero cualquier línea de argumentación necesitaba determinar cuál era el tipo de cambio real de equilibrio. Una tarea que ningún economista había podido realizar convincentemente.

Por otro lado, de acuerdo a la argumentación pública que utilizaron inicialmente, que insistía en que toda la devaluación durante 1995 se debía a la sobrevaluación que recibieron de mi administración, se traducía en que los incrementos en productividad durante su sexenio debieron ser de 94%. Lo cual era imposible.

También al final del gobierno de Zedillo la cuenta corriente mostraba un déficit; éste ascendía a 3% del PIB que, aunque menor al de 1994, tenía una dinámica creciente, mientras que en 1994 tenía una dinámica decreciente. Las exportaciones en el último trimestre de 1994 crecían a una tasa muy superior a las importaciones, las cuales incluso mantenían su nivel. Una cuenta corriente que estaba en proceso franco de disminución era una evolución natural del alto flujo de inversión extranjera que estábamos recibiendo debido a la reciente aprobación del TLC. Por otro lado, se argumentaba que el régimen cambiario de 2000 permitía movimientos en el tipo de cambio pues ya no tenía bandas como al final de mi administración. El mecanismo de intervención en el mercado cambiario tenía montos tope de operación predeterminados y era una innovación que había que reconocer al Banco de México.

Sin embargo, la crisis de 1995 no se debió a que se violaron las bandas cambiarias, sino a la devaluación misma que afectó los portafolios de los inversionistas y el poder adquisitivo de los mexicanos. En el mundo de los mercados de capital globales las promesas en forma de bandas era lo de menos. Si por malos manejos similares a los del "error de diciembre" ocurriera una devaluación bajo el régimen de libre flotación, las repercusiones económicas y la irritación social serían las mismas. Con o sin bandas.

Otro elemento que se repetía a finales de 2000 era el de los flujos de capitales internacionales hacia el país. Estos capitales -tan criticados durante 1995- también provenían de fondos de inversiones y otras fuentes que se movían libremente y podían ser volátiles en cualquier momento. Así lo reportó el Financial Times: "América Latina se está convirtiendo en el destino seleccionado por los inversionistas en mercados emergentes en el año 2000". Sin embargo, agregó: Dos preocupaciones permanecen, el alza en las tasas de interés de los Estados Unidos y el riesgo de que un peso mexicano

sobrevaluado se debilite conforme las elecciones mexicanas se aproximan.

Lo notable fue que en 2000 el peso estaba sobrevaluado y no había un gran déficit en la balanza comercial: esto desmentía la definición oficial que Zedillo ofreció en el Anexo de su primer Informe. Si Zedillo hubiera sido congruente con sus propias reflexiones sobre la crisis, habría evitado la sobrevaluación del peso en 2000.

Algunos analistas opinaron que su administración mantuvo el peso por arriba de su valor como un ancla para lograr la inflación de un dígito en ese año: esto equivalía a repetir las acciones de 1994. Tampoco dejaba de sorprender que el gobierno de Zedillo aplaudiera las entradas de capitales extranjeros, similares a las que ese mismo gobierno señaló en 1995 como una de las causas de la crisis. Todo confirmaba que esa crisis no se debió a las varias y contradictorias excusas que Zedillo ofreció durante esos años, sino a los errores que cometió.

### **No hay blindaje financiero que resista un error como el de diciembre de 1994**

(...) No hay fondo financiero o "blindaje" que resista la ofensiva contra las reservas internacionales como la provocada por la información anticipada que se dio sobre la devaluación; en una situación así, mientras mayores sean las reservas, mayores serán las fugas. Contrario a lo que se ha afirmado, la fuga de reservas no se dio por la pérdida de confianza en las autoridades. En realidad, primero se fugaron las reservas y después vino la pérdida de la confianza. Este es otro de los elementos clave que confirman que no hay blindaje suficiente ante un error como el de diciembre de 1994.

Ningún blindaje financiero puede resistir la indecisión mostrada a la hora de poner en marcha una política correctora. La ineptitud del gobierno de Zedillo entre diciembre y marzo provocó la explosión de las tasas de interés y del tipo de cambio. Quienes pretendían frente a esos errores devaluar "un poco" terminaban en la necesidad de afrontar las consecuencias de devaluaciones mayúsculas.

En el caso de la deuda, para evitar la repetición de la crisis se requeriría un manejo muy cuidadoso. Baste pensar en la situación de los Tesobonos frente al Fobaproa. Si bien en noviembre de 1994 los Tesobonos ascendían a 16,000 millones de dólares, para el año 2000 la deuda de Fobaproa ascendía a casi 100,000 millones de dólares.

Una diferencia enorme. En 1994 las reservas internacionales cubrían el monto de los Tesobonos. Para el 2000 las reservas no cubrían ese monto de deuda, por lo que, aquí sí, la carga y los condicionantes de esa deuda serían heredados al nuevo gobierno.

Era lo más deseable que el gobierno de Zedillo llegara al final de su responsabilidad sin una crisis cambiaria. Sin embargo, se anticipaba para ello que su sucesor estaría atento a los errores que Zedillo cometió al inicio de su gobierno, pues la única manera de protegerse contra una crisis como la de 1995 era evitar un error como el de diciembre de 1994. Por eso resultó indispensable precisar, como se ha hecho en este capítulo, los pasos que llevaron a ese desenlace tan oneroso para el pueblo de México.

En la campaña presidencial de 2000, el candidato del PAN a la Presidencia y triunfador en la elección, Vicente Fox, afirmó durante una conferencia de prensa en Poza Rica, Veracruz: A veces a mucha gente le ha dado por endiosar a quienes destruyen y luego

reconstruyen. Pero no, Zedillo es el culpable directo del "error de diciembre" de 1994, que no venga con falsedades y diga que ha reconstruido al país. Zedillo falló, no cumplió y fue incapaz.

### **Se rechazó una propuesta que pudo haber evitado el "error de diciembre"**

No hay individuos providenciales. Es decir, que su sola presencia evite una crisis. Sin embargo, hay ocasiones en que una persona o un conjunto de ellas, en el lugar adecuado y en el momento preciso, pueden evitar que un problema se convierta en crisis. Eso pudo haber sucedido en México en diciembre de 1994.

Como señalé anteriormente, a finales de noviembre de 1994, unos días después de la reunión que habíamos celebrado en la biblioteca de mi casa para analizar el mercado cambiario, fui portador de un mensaje de Pedro Aspe al presidente electo Zedillo.

Los mercados ya se habían normalizado, pero se anticipaba que en diciembre volvería a recrudecer su inestabilidad, pues se sabía que la Tesorería de los Estados Unidos revisaría nuevamente sus tasas de interés para el 22 de diciembre. Por eso, Aspe me pidió que fuera el conducto para expresarle al presidente electo su disposición a permanecer unos cuantos meses en la Secretaría de Hacienda; ofreció entregar su renuncia por delante. Es decir, apoyaría a la nueva administración en el inicio, pero no la obligaría a mantenerlo en la Secretaría de Hacienda, pues Zedillo podría disponer en el momento que quisiera de la renuncia que entregaba por anticipado. Fue un gesto generoso que me apresuré a comentar con el presidente electo.

Cuando le transmití esta propuesta al doctor Zedillo, su rechazo fue categórico. Zedillo adujo como razón el que Aspe se hubiera opuesto a la coordinación de Serra que había sugerido los días previos a su toma de posesión. A cambio de eso, me pidió que le transmitiera a Aspe la invitación a ser secretario de Comunicaciones y Transportes. Pero Aspe ya me había dicho que no buscaba un puesto, sino contribuir a una conducción estable de la economía. En realidad, pude apreciar que existía de parte de Zedillo una gran animadversión personal hacia Pedro Aspe. Me sorprendió, pues Aspe había sido quien invitó a Zedillo en 1987 a colaborar con él en la Secretaría de Programación y Presupuesto.

Fue Aspe quien incorporó a Zedillo al gobierno federal.

Podía tratar de comprender las razones personales del desprecio de Zedillo a una propuesta tan importante como la de Aspe, pero me pareció, y me sigue pareciendo ahora, que hubiera sido mejor anteponer el interés superior de una transición económica ordenada a esos sentimientos personales tan cuestionables. Con ese rechazo aparentemente visceral se iniciarían los pasos que encaminaron a México hacia el fatídico "error de diciembre".

Algunos me han preguntado: si al final de mi gobierno no era necesaria una macroevaluación, como la que ocurrió en 1995, ¿podría haberse evitado la que provocó el "error de diciembre"? Cada gobierno enfrenta su circunstancia de acuerdo a su propia responsabilidad. Yo sólo puedo hablar de lo que al mío correspondió.

Pero los hechos mostraron dos cosas: durante mi administración, cada vez que enfrentamos embates de inestabilidad cambiaria -y a lo largo del sexenio fueron más de diez ocasiones- logramos sortearlas sin recurrir a devaluaciones traumáticas. Y lo segundo era que Pedro Aspe, como secretario de Hacienda, desarrolló un conjunto de acciones que gozaban de amplia credibilidad entre los inversionistas nacionales y extranjeros, lo que coadyuvó a fortalecer el uso de los diversos instrumentos de política económica para contrarrestar los embates cambiarios y evitar así macrodevaluaciones.

Estoy convencido de que si Pedro Aspe hubiera permanecido como secretario de Hacienda al inicio del gobierno de Zedillo, no hubiera habido devaluación abrupta en diciembre de 1994 ni crisis en 1995. Con Aspe en Hacienda no se hubiera cometido el "error de diciembre" y Jaime Serra, el brillante secretario de Comercio de mi administración, no hubiera finalizado su carrera en el sector público de manera tan injusta. Pero lo más importante es que millones de familias mexicanas y miles de pequeñas y medianas empresas no hubieran padecido los estragos de la crisis de 1995. Lamentablemente para México, no se aceptó esa propuesta. También estoy convencido de que, desde la Presidencia, Luis Donaldo Colosio habría invitado a Pedro Aspe a permanecer en la Secretaría de Hacienda. Mucho, mucho más de lo que se supone, ha padecido el país por la ausencia de Colosio y por el desplazamiento de Aspe.

## ANEXO II

### FOBAPROA (El Fondo Bancario de Protección al Ahorro)

La historia del rescate bancario adolece de una profunda investigación. Ello porque a la fecha no ha quedado claro ni público cómo se llevó a cabo cada uno de los procesos de saneamiento bancario. No se sabe a quien se le descontó cartera y a quien no o bien porque algunos banqueros fueron perseguidos y otros no cuando hicieron en la práctica las mismas operaciones. Lo único que sí se sabe es el costo global que ha evolucionado de manera exponencial.

**El costo original del rescate bancario reportado en 1995 fue el siguiente:**  
**ESTIMACION EN VALOR PRESENTE DEL**  
**COSTO FISCAL DE LOS PROGRAMAS DE SANEAMIENTO**  
**FINANCIERO**

Cifras en millones de pesos

PROGRAMA	Costo Total Valor Presente
UDIs	17,000
ADE	13,400
FOBAPROA	32,000
Esquemas de Capitalización	7,400
Autopistas Concesionadas	14,100
Medidas Adicionales *	6,900
<b>Total</b>	<b>90,800</b>
Costo total de programas como porcentaje del PIB de 1995	5.5

\* Incluyen 1,000 m.p. por concepto de retroactividad de tasas en programas de UDIs; 2,600 m.p. por ampliación de UDIs para créditos a la vivienda; 1,100 m.p. por pago de intereses por reestructuraciones en UDIs; y 2,200 m.p. por concepto de esquemas de capitalización y compra de cartera.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Cual si fuera el guión de un drama, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), que nació para deshacer el entuerto y limpiar el escándalo provocado por el abultado rescate del sistema bancario realizado a través del Fobaproa que hasta el momento tiene un costo de casi 100 mil millones de dólares (22% del PIB, según Standard & Poor's), cayó a su vez en el desdoro, al denunciarse actos de corrupción y lavado de dinero en su noble labor — y no es trabalenguas— de rescatar lo rescatable del famoso rescate bancario.

Una suerte de maldición parece perseguir al Fobaproa y su descendiente directo, el IPAB. Con la reprivatización de la banca realizada en el sexenio de Carlos Salinas, entre 1991-1992, se eliminó el encaje legal por el que Banco de México obligaba a los bancos a mantener un porcentaje de sus depósitos en una cuenta del banco central.

La Ley de Instituciones de Crédito fue modificada un año antes de la nacionalización, en 1981, con el objeto de crear un fideicomiso en el Banco de México, que sin embargo nunca entró en operación, por la expropiación decretada por López Portillo.

Durante los años de la banca estatizada, en lugar de ese fideicomiso funcionó un mecanismo similar al Fobaproa, que recibía aportaciones de los bancos, pero al ser éstos propiedad estatal, de hecho tales aportaciones resultaban recursos públicos.

El célebre Fobaproa fue oficialmente creado por el gobierno federal en 1990, para dar cumplimiento al artículo 122 de la Ley de Instituciones de Crédito, en la que se estableció: "corresponde al Banco de México administrar este fondo y llevar a cabo las operaciones necesarias, a fin de evitar que los problemas financieros puedan impedir a las instituciones bancarias cumplir con sus obligaciones".

El Fobaproa fue creado para atender problemas financieros de instituciones en forma aislada, no para enfrentar una crisis de la magnitud de la de 1995, que rebasó con creces los recursos aportados por los bancos.

Así, a semejanza de una bola de nieve cuesta abajo, empezó a adquirir deuda de difícil cobro de los bancos recién privatizados. Las lagunas legales en el Fobaproa, la discrecionalidad con la que adquirió documentos incobrables y la profundidad de la crisis bancaria dio lugar a una deuda gigantesca que para mediados de junio de 1999 ascendía a 60 mil millones de dólares.

Como el Fobaproa se quedó sin recursos, eso significó que el gobierno federal respaldó al fondo mediante la garantía de la deuda que éste emitió.

Un reporte elaborado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en 1998, establecía que en 1995 el gobierno enfrentaba dos alternativas: permitir la quiebra de los bancos o echar mano de todos los recursos posibles para mantenerlos en operación. El gobierno de Ernesto Zedillo eligió la segunda opción.

Sin embargo, la corrupción, discrecionalidad y falta de transparencia derivaron en un enredo legal y financiero en el que la deuda del Fobaproa alcanza ya casi 22% del PIB y, en el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario --de la misma manera que se denunció en Fobaproa-- hay funcionarios que se han enriquecido con el rescate bancario, sin que se aviste una solución.

La creación del IPAB en mayo de 1999 se planteó como la enmienda de la falta de transparencia del Fobaproa. Sin embargo, a poco de dos años de existencia y luego de haber rescatado y vendido Serfin y BanCrecer, ese instituto es hoy el blanco de acusaciones y críticas.

De hecho, la auditoría que se hizo al proceso de saneamiento financiero por parte de una firma extranjera y ordenada por la Cámara de Diputados apuntó a lo siguiente:

El informe de la auditora Michael W. Mackey criticó el proceso de privatización y el diseño del rescate bancario responsabilidad en ese entonces de Guillermo Ortiz. Consideró que la selección de los candidatos a comprar los bancos no fue evaluada respecto de su capacidad financiera.<sup>145</sup>

---

<sup>145</sup> Informe de Michael W. Mackey pág. 45 y 46

“Fue evidente que inmediatamente 6 meses después de su privatización, la viabilidad del tercer banco más importante del país, no estaba clara.”<sup>146</sup>

Hoy se le rescata por segunda vez. Además su intervención está ligada al objetivo de ocultar fideicomisos con recursos para financiar las campañas del PRI

Es más, si no es por el proceso de auditoría no se hubiera sabido que tanto en el caso de Serfin como en el de Inverlat se garantizó la inversión accionaria al socio extranjero, Hon Kong Changai Bank y Nova Scotia, respectivamente.

Un caso que llamó la atención fue Serfin. El informe sostiene que los interventores de algunos bancos que fueron designados por la CNBV en casos donde solamente se emprendió *de facto* (Serfin e Inverlat) una intervención administrativa, los interventores tomaron la postura de que no había ocurrido ninguna intervención y se negó el acceso a todos los aspectos del banco, excepto a aquellos relacionados con los programas formales del Fobaproa.

Una de las razones que argumenta el informe del porqué su cálculo de costo fiscal puede estar subestimado, es que no contó con la información de bancos intervenidos de ipso, como es el caso de Serfin<sup>147</sup> y que no se pudo evaluar el papel de los interventores .

Al final, la auditoría arrojó dos tipos de créditos que se habían vendido a Fobaproa y que eran bastante irregulares, con un saldo de casi 30 mil millones de pesos que había que regresar a los bancos.

El regreso de ese dinero no se consiguió sino hasta principios de 2004, luego de que los bancos se negaron al pago de esos créditos y hasta que el Banco de México finalmente ordenó su pago.

Una operación típica del Fobaproa

Para tener idea de la discrecionalidad con la que actuó Fobaproa veamos un botón de muestra, relativa al rescate de Serfin: en 1996, el Fobaproa adquirió directamente flujos de cartera neta de reservas, pidió líneas de crédito a Banco Obrero e ING Baring, mediante constitución de fideicomisos.

En 1997, vendió sin licitación de por medio, el 19.9% del Grupo Financiero Serfin, por 174 millones de dólares, otorgándole una protección respecto del valor de esa inversión de manera que si en seis años a partir de la fecha de la firma del contrato –31 de marzo de 1996— el monto de la inversión hubiese bajado de valor, el Fobaproa se comprometía a pagar la diferencia. Cuando el IPAB vendió Serfin al Grupo Financiero Santander Mexicano, el HSBC recibió 137 millones de dólares, en dinero constante y sonante.

El IPAB tomó el control de Serfin el 8 de julio de 1999 y lo capitalizó con 120 mil millones de pesos. Lo vendió en 14 mil 600 millones de dólares al Grupo Financiero Santander Mexicano el 8 de mayo del 2000.

Cabe señalar que una vez que pasó la reforma al Fobaproa y se creó el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB) los préstamos que el Banco de México había otorgado al mercado de valores y otros por un total de 63 mil millones de pesos se le

---

<sup>146</sup> Informe de Michael W. Mackey pág. 45 y 74

<sup>147</sup> Informe de Michael W. Mackey pág. 17 y 18

cargaron a su cuenta, casi tres años del remanente del banco central que entregaba por lo regular a la secretaría de Hacienda.

#### Triste fin

El saldo del rescate bancario puede resumirse tristemente así: de 18 instituciones privatizadas en 1991 y 1992, y a pesar de los programas de compra de cartera y apoyos del Fobaproa en todos los bancos, sólo sobreviven dos instituciones en manos de sus accionistas que entonces los adquirieron: Banorte, de Roberto González Barrera, y Bital, de las familias Berrondo, del Valle y Ruiz Sacristán. **Pero ello no duró sino hasta principios del 2001.**

De estos dos sobrevivientes, la familias Berrondo, del Valle y Ruiz Sacristán perdieron el control accionario de Vital: lo compró el HSBC. Banorte es el único que ha logrado mantener en manos muy firmes el control de su banco y ganó la subasta de Bancrecer.

De esos 18 bancos privatizados ocho entraron en proceso de liquidación: Cremi, Unión, Obrero, Banco de Oriente, Banco Capital, Interestatal y Promotor del Norte. La CNBV aún evalúa si liquida a los bancos Sureste, Industrial y Anáhuac. De acuerdo con analistas, liquidar esos bancos tuvo un costo adicional de 100 mil millones de pesos. Actualmente el sistema bancario está conformado por 35 instituciones de banca múltiple de las cuales 14 son controladas por capital nacional, pero de éstas 10 son muy pequeñas y no alcanzan en conjunto ni el 3% del mercado.

Así, de acuerdo con cifras de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) al 2000, el 80.2% de los activos del sistema está en manos de extranjeros y el 19.8% en manos de mexicanos. Ya para mediados del gobierno de Fox, los bancos extranjeros pasaron a controlar el 90% del sector financiero en México.

#### Saldo histórico

El saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (SHRFSP) representa el acervo neto de las obligaciones, es decir, pasivos menos activos financieros disponibles, contraídos para alcanzar los objetivos de las políticas públicas, tanto de las entidades adscritas al sector público como de las entidades del sector privado que actúan por cuenta del Gobierno. El SHRFSP agrupa, entre otros, a la deuda pública presupuestaria, a los recursos para financiar a los sectores privado y social, **a los requerimientos financieros del Instituto de protección al Ahorro Bancario (IPAB), a los proyectos de inversión pública financiada por el sector privado (Pidiregas), los requerimientos del Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC) y los Programas de Apoyo a Deudores.**

Cabe destacar que la medición de los SHRFSP es de carácter indicativo, por lo que la medida tradicional de la deuda pública continúa siendo el indicador relevante para el análisis de los compromisos presupuestarios establecidos para 2004. Del mismo modo, los techos de endeudamiento interno y externo que autorizó el H. Congreso de la Unión para el presente ejercicio fiscal, son congruentes con la medida tradicional de la deuda pública.

Al cierre del primer trimestre de 2004 este indicador ascendió a 3 mil 74 miles de millones de pesos, cifra equivalente a 42.9 por ciento del PIB. A continuación se presenta un cuadro con la integración de estos saldos, y en el Anexo del presente Informe se incluyen varios cuadros con un desglose de cada componente, bajo el rubro de Anexos de Deuda Pública, en el Numeral III.

**SALDO HISTÓRICO DE LOS REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO (SHRFSP)  
( Millones de pesos)**

Concepto	Saldo al 31-Mar-04	Porcentaje del PIB
TOTAL SHRFSP	3,073,994.9	42.9
SHRFSP internos	1,955,841.3	27.3
SHRFSP externos	1,118,153.6	15.6

Nota:

1\_/ Cifras preliminares, sujetas a revisión.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

## **Anexo III**

### **Crédito a la Economía: breve panorama del sistema de cuentas bancarias en México**

En junio de 1999, el número de contratos por instrumentos financieros ascendió a 30 millones 896 mil 155 de pesos. Dos terceras partes de ellos están por debajo de los 5 mil pesos y representan el 1.70% del total de los recursos depositados en la banca comercial.

Por el contrario, los contratos por arriba del millón de pesos equivalen al 0.2% del total de contratos (63,116) y concentran el 64.31% de los recursos.

Con base en información financiera del Banco de México, de junio de 1994 a junio de 1999, el número de contratos bancarios prácticamente se duplicó, en virtud de que pasó de 14 millones 203 mil a 30 millones 896 mil, lo que fue consecuencia que los depósitos por debajo de los mil pesos se duplicaron.

El proceso de rescate bancario que instrumentó el Fobaproa y que concluirá el Instituto de Protección del Sistema Bancario (IPAB) se hizo siempre bajo el argumento de que era más que para rescatar a los banqueros, para salvaguardar los depósitos de los ahorradores del sistema.

En un rescate cuyo costo fiscal, en el mejor de los casos, representará el 20% del Producto Interno Bruto (PIB), aproximadamente 100 mil millones de dólares y que se devengará en los próximos treinta años, implica necesariamente la revisión de la manera en que se componen los depósitos de los ahorradores al interior de la banca comercial.

Con base en los Indicadores Económicos del Banco de México, se establece que el total de recursos captados por la banca comercial en moneda nacional a junio del año pasado sumó 1 billón 383 mil millones de pesos contenidos en aproximadamente 31 millones de contratos.

Destaca al interior de los recursos captados que la distribución por rangos, que el 43% de los contratos de instrumentos financieros - depósitos, cuentas de cheques, ahorro, inversiones a plazo fijo, pagarés, etc.- son de hasta mil pesos y amparan un total de 3 mil 387 millones pesos (0.2% del total de los depósitos).

La concentración de la captación se observa si a este rango se le compara con el último rango que comprende los depósitos de más de 1 millón de pesos contenidos en aproximadamente 63 mil 116 contratos (0.2% del total de contratos). Estos contratos, en total, aseguran la suma 889 mil 955 millones de pesos, el 64% del total de los recursos captados por la banca comercial en México.

Asimismo, los depósitos de entre mil y 5 mil pesos sumaron 20 mil 865 millones de pesos que se contenían en 7 millones 547 mil 869 contratos. El total de depósitos de entre 10 y 50 mil pesos ascienden a 118 mil 254 millones de pesos, en un total de 4 millones 748 mil 167 contratos.

Por su parte, las personas que tienen depósitos que van de los 50 mil a los 100 mil pesos son 1 millón 046 mil 890, y entre todas son dueñas de un total de 76 mil 559 mil millones de pesos, 5.53% del total de los recursos en la banca comercial en moneda nacional.

Los depósitos que van de los 100 mil a los 500 mil pesos son poco más de 800 mil contratos y concentran el 12% del total de los recursos.

Por último, los ahorros de los mexicanos de 500 mil a 1 millón de pesos en la banca comercial ascienden a 79 mil 265 millones de pesos y pertenecen a un total de 87 mil 151 cuenta habientes.

## Anexo IV

### El comportamiento actual de la banca extranjera en México

De las siete economías más grandes de América Latina, México es el único que tiene el 90% de su sistema bancario en manos de extranjeros y con las utilidades más altas. Sólo en el 2001 obtuvieron ingresos netos por 1 mil 500 millones de dólares.

El estudio "Comportamiento paradójico de la Banca Extranjera en América Latina" publicado por la Cepal sostiene además que el crédito mexicano sigue sin recuperarse e incluso se ha estancado.

"Las utilidades de los bancos crecieron rápidamente después de ser adquiridos por instituciones extranjeras. Aunque los rendimientos de los bonos del Estado disminuyeron considerablemente (cayeron por debajo del 10% en 2002). En lugar de prestar a las empresas o las familias, los bancos elevaron las comisiones que cobraban por sus servicios para mantener su rentabilidad" subraya.

Esto se explica en parte por qué el crédito en México se ha reducido hasta estancarse: el cambio en la propiedad del sector bancario privado no ha estimulado una mayor competencia, y los bancos han adaptado su estrategia a prácticas de asignación de carteras y evaluación del riesgo que desalientan el crédito.

**América Latina (siete países): Participación de los bancos extranjeros en los activos bancarios de la región, 1990-2001**  
(Porcentajes)

País	1990	1994	1999	2000	2001
Argentina	10	18	49	49	61
Brasil	6	8	17	23	49
Chile	19	16	54	54	62
Colombia	8	6	18	26	34
México	0	1	19	24	90
Perú	4	7	33	40	61
Venezuela	1	1	42	42	59

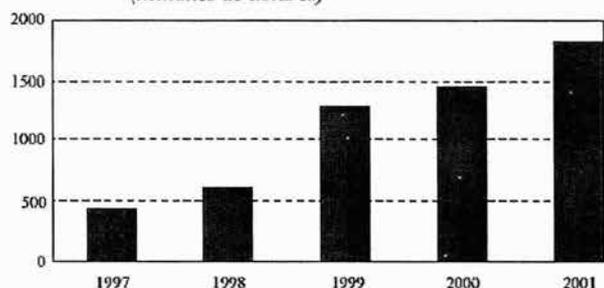
Al referir el proceso de privatización y extranjerización de la banca en la región latinoamericana, el estudio -elaborado por Graciela Moguillansky, Rogerio Studart y Sebastián Vergara- afirma que los bancos extranjeros también tuvieron acceso a fondos más baratos pero esto no conllevó una expansión del crédito o costos menores para las empresas mexicanas.

Sostiene que el hecho de que los bancos nacionales hubieran sido adquiridos por instituciones extranjeras no alteró su situación de oligopolio o su aversión al riesgo y, en lo fundamental, ellos continuaron dependiendo de los altos rendimientos obtenidos de activos libres de riesgo, como los bonos del Estado. "Esto significa que su relación de búsqueda de rentas con el Estado no ha variado", establece y subraya que la recesión de estos últimos años, agravada por las dudas acerca de si efectivamente se haría cumplir la legislación sobre quiebras, ha dado sólidos motivos a los bancos para no variar su comportamiento.

**Esta investigación destaca la situación “alarmante” que observan los niveles de crédito en la región y donde lo más grave se vive en México y Argentina.**

En México, por ejemplo, explica que la oferta real de crédito disminuyó de forma continuada a partir de la crisis del “tequila” de 1994, descendiendo de un 35% del PIB en ese año hasta aproximadamente el 10% en 2001, debido a que los bancos estaban embarcados en un proceso ya en marcha de pasar a pérdida el gran número de créditos sujetos a riesgo.

**México: Ingresos netos del sistema bancario,  
1997 - 2001**  
(Millones de dólares)



Describe que en México una parte importante del financiamiento de la actividad nacional proviene de los créditos de proveedores y los créditos extranjeros y donde la participación extranjera en el sistema bancario es mayor. “Aún así, dadas las repercusiones negativas de la contracción de la economía estadounidense, el crédito bancario no muestra signos de recuperación” observa.

De hecho las utilidades en 1997 no andaban arriba de los 500 millones de dólares y en el año 2001 se han más que triplicado.

Los beneficios de la penetración de la banca extranjera en México y América Latina han sido muy buenos en general para los bancos y aunque se ha fomentado la competencia los beneficios no se transmiten al nivel microeconómico.

Del análisis se desprende que los bancos extranjeros son más cautos que los nacionales en el otorgamiento de créditos y su respuesta a las crisis es claramente procíclica, todo lo cual intensifica los efectos de la restricción monetaria.

De los Noventa a la fecha explica que a pesar de la eficiencia en la gestión, los márgenes de las tasas de interés sólo se redujeron en cuatro de los siete países analizados; pero incluso en ellos se mantuvieron extremadamente altos —más altos que en Asia y, por supuesto, que en los países de la OCDE.

En cuanto a los márgenes, los bancos han reaccionado más ante el entorno macroeconómico que ante las diferencias en la gestión de costos, se adaptan más a la realidad nacional en vez de imponer su propia dinámica sobre el costo del capital.

El manejo de las filiales depende más del marco institucional de su país de origen, el marco institucional del país huésped, y las medidas adoptadas por las autoridades nacionales durante las crisis.

Y advierte que en la práctica, no se puede considerar a las sociedades matrices de los bancos internacionales como prestamistas de última instancia; su comportamiento en momentos de crisis ha dependido de la naturaleza de los problemas que los bancos estuvieran enfrentando en el país huésped.

-El crédito en los últimos 10 años (falta)

## ANEXO V

### El relevo en el Banco de México en 1997 Mancera y Ortiz

Miguel Mancera Aguayo fue el director del Banco de México durante la década de los 80s y fue nombrado su primer gobernador en 1994. Independientemente de lo malo o bueno que se pueda decir de su gestión, su salida se dio sin pena ni gloria luego de conducir este instituto en los momentos más aciagos de las crisis económicas recurrentes que se dieron durante los casi 15 años de su gestión.

La última lucha que emprendió Mancera hacia el final de su responsabilidad fue la promoción de Francisco Gil Díaz como su sucesor al frente del banco central en 1997 y la perdió.

Ernesto Zedillo – en ese entonces presidente de México- no la apoyó y nombró como su sucesor a su secretario de Hacienda, Guillermo Ortiz Martínez. A Mancera se le avisó de su sucesor por vía telefónica un día antes del nombramiento cuando él viajaba a la Ciudad México procedente de Guadalajara, sin mayor protocolo.

Su último discurso público lo hizo ante los entonces todavía banqueros mexicanos en el Club de Banqueros en el mes de diciembre de 1997.

Conocido después con la frase de "No hay Desayuno Gratis" y en el que reiteró el peligro que es para la economía caer en la tentación de los déficit fiscales.

Vale la pena además citar las ideas que dejó Mancera antes de salir del instituto emisor en la VIII Convención Nacional del Mercado de Valores.

Ahí Mancera reconoció que la regulación de los mercados financieros tuvo deficiencias, "en algunas ocasiones por no haber sido las más atinadas; en otras, por no haber sido suficientemente oportunas".

Asimismo, "el comportamiento de algunos intermediarios ha dejado mucho que desear. A veces no ha sido prudente; en otros casos ha sido incluso irregular".

El primer gobernador del Banco de México advirtió que en materia de regulación se debe actuar con buen juicio, porque se puede caer en la sobregulación, misma que trae consigo más costos que beneficios al sistema económico en general.

"En épocas difíciles, como las pasadas en años recientes por el sistema financiero, de las cuales apenas empieza a salir, es común la formulación de opiniones que despiertan la impresión de que las autoridades han regulado de manera poco satisfactoria en lo general, y de que los intermediarios financieros, sin excepción de tiempos ni de personas, han actuado con negligencia o laxitud. Cuando se piensa de esta manera, no se está haciendo una evaluación equilibrada de aciertos y desaciertos. Peor aún, tal forma de pensar crea desánimo, actitud que no debiera tener cabida en nuestro espíritu", apuntó.

Explicó que las fallas observadas en regulación del sistema financiero son parte de la manifestación de los problemas del crecimiento que se han presentado en otros países:

"Nuestros mercados y nuestro sistema de supervisión son, por así decirlo, apenas adolescentes. Si repasamos la historia de los mercados más maduros del mundo, encontraremos que también allá se presentaron fallas, con tanta o más frecuencia que en nuestro país. Y todavía se siguen produciendo aunque en forma más esporádica".

Pese a lo anterior, señaló que no se deben escatimar esfuerzos para enmendar los errores del pasado y para prevenir dificultades en el futuro, "más se aprende de los fracasos que de los éxitos", dijo.

Cuando ocurren situaciones indeseables en los distintos quehaceres económicos surgen de inmediato voces que claman por el establecimiento de más controles y las autoridades se sienten obligadas a responder lo que orilla a la sobrerregulación. "Sin embargo, la insuficiencia de buenas regulaciones es objetable con sobrada razón; pero la presencia de controles excesivos también debe ser cuestionada por los mayores costos que traen consigo" expresó.

Durante su intervención, en la que reflexionó sobre la evolución que ha tenido la infraestructura que soporta la actividad financiera del país, analizó en forma retrospectiva la evolución de los arreglos institucionales del mercado de valores nacional, apreciando sus aciertos y la manera de cómo superar las deficiencias.

Refirió que uno de los acontecimientos más trascendentes para el sistema financiero mexicano fue la conversión de las instituciones especializadas en bancos múltiples en 1976, lo que no sólo trajo un flujo más expedito de los recursos del sistema financiero y mucha mayor estabilidad de las instituciones, sino también mayor latitud a la política monetaria y crediticia.

Narró como casi al mismo tiempo en 1975 se produjo un importante desarrollo del mercado de valores, que se plasmó en la Ley del Mercado de Valores de 1975, con lo que se pudieron constituir las casas de bolsa como personas morales con la posibilidad de ser socias de la bolsa. Además de que la Comisión Nacional de Valores quedó dotada por primera vez de facultades regulatorias.

Sostuvo que se hizo un decidido esfuerzo por elevar la capacidad técnica y administrativa del personal que participaría en la intermediación de valores y entre 1976 y 1980 se constituyeron la Asociación Mexicana de Capacitación Bursátil, hoy Centro Educativo del Mercado de Valores. También nacieron la Academia de Derecho Bursátil y la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.

Un aspecto que destacó fue que en 1978 se crearon los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) y se estableció el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL).

Respecto de los Cetes subrayó que su emisión y colocación abrió nuevas posibilidades para atender los requerimientos financieros del sector público y para aplicar la política monetaria, y fue oportuna para el desarrollo del mercado de valores.

La creación de los Cetes ha hecho posible que hoy en día el banco central pueda efectuar las compras y ventas de valores llamadas operaciones de mercado abierto, forma preponderante en la que se ejecuta la política monetaria.

En lo que toca al INDEVAL señaló que un mercado como el que hoy en día tiene nuestro país sería inmanejable de manera eficiente sin la posibilidad de transmitir los valores mediante meros asientos contables.

## **Ortiz**

La llegada de Guillermo Ortiz al banco central rompió de lleno con la forma en cómo se conducía el Banco de México.

Con estilos diferentes, Mancera era muy sobrio casi no se relacionaba con la prensa porque según él un banquero central no debía hablar más que lo necesario.

El anuncio del relevo lo hizo Zedillo en diciembre de 1997, mismo que tomó por sorpresa a los agentes del mercado y a los mismos miembros del banco central, pues esperaban que el sucesor fuera Francisco Gil Díaz.

Ortiz se había desempeñado con éxito como segundo secretario de Hacienda ya que al enfrentar la crisis de 1995 recuperó rápidamente la confianza de los organismos internacionales. Para fines de 1997, él y su equipo habían logrado que se aprobara por primera vez el primer presupuesto en un marco de mayoría opositora y con ese éxito en la mano Zedillo lo llevó al Banco de México.

Egresado de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) y doctorado en economía en la Universidad de Stanford en los Estados Unidos, se supo más tarde – al decir de legisladores- el porqué del nombramiento de Ortiz en el Banco de México. Zedillo quería refugiar en el banco central toda la política económica para enfrentar el proceso de transición. Tan evidente fue que de hecho Ortiz se llegó a considerar presidenciable.

En el primer trimestre de su gestión, los cuestionamientos respecto del rescate bancario tomaban vigor, pero no fue sino hasta el mes de abril cuando al amparo de una serie de iniciativas financieras el gobierno federal presentó al Congreso de la Unión dos iniciativas que en particular que generaron escarnio.

La primera el reconocimiento de los pasivos de Fobaproa como deuda pública y la segunda, la autonomía al Banco de México en materia de política cambiaria.

El escándalo del Fobaproa no dejó de salpicar a Guillermo Ortiz porque precisamente él fue el responsable, primero como presidente del Comité de Desincorporación Bancaria de vender los bancos y luego como secretario de Hacienda de rescatarlos.

En ese entonces, los diputados de oposición denunciaron que la verdadera intención de Zedillo al darle al Banco de México potestad cambiaria era proteger a Ortiz de las repercusiones que pudiera haber respecto del rescate bancario, pero principalmente refugiar en el instituto emisor la continuidad de la política económica para la próxima administración.

Los cuestionamientos sobre la figura de Guillermo Ortiz principalmente de los panistas encabezados por el entonces coordinador de la bancada, Carlos Medina Plascencia, llegaron hasta la solicitud del juicio político sobre Ortiz.

Pero el ambiente adverso a su persona no lo intimidó y en privado solía expresar "A mí ni el presidente me puede correr".

La discusión del Fobaproa terminó un año después en la creación del IPAB y ahí los legisladores por medio de un transitorio impidieron que Ortiz ocupara su lugar en la Junta de Gobierno.

Un hecho que cabe destacar es que fue precisamente en esa época cuando se pidió juicio político para el gobernador del Banco de México. Vicente Fox, todavía gobernador de Guanajuato, salió en su defensa. Después se supo que hasta las empresas de la Familia Fox estaban en Fobaproa.

El año de 1998 estuvo plagado de un ambiente internacional adverso a México que hizo crisis en agosto. Entonces sí, lo que no pudieron hacer los legisladores casi lo logran las principales corredurías cuando el 25 de agosto se corrió el rumor de la renuncia del gobernador que derivó no sólo en una mayor depreciación del peso, sino también en el diseño de un nuevo mecanismo de apoyo a los bancos ante la incertidumbre financiera. La decisión fue motivo de una fuerte discusión entre Hacienda y el Banco de México.

Entre agosto y septiembre, el Banco de México diseñó un mecanismo para apoyar a los bancos sin mayores problemas. Aprovechando el amplio margen de maniobra que le da el monopolio de la emisión de dinero, puso a buen resguardo de las fluctuaciones y riesgos de las tasas de interés 52 mil 465 millones de pesos del sector bancario.

En ese mismo periodo, Ortiz enfrentó las acusaciones de Ángel Isidoro Rodríguez "El Divino" – acusado de fraude financiero por el caso de Banco Unión- de usar el avión de una de sus empresas para viajar a Nueva York y del cual el gobierno federal negaba la existencia para comprobar el fraude del mal afamado banquero. Asimismo, Ortiz tuvo que dar la cara ante una demanda de Francisco De Paula por la fallida venta del World Trade Center de la que aparentemente se libró tres semanas antes del cambio de poder en la presidencia.

1999 pasó sin mayores sobresaltos y ayudó a la consolidación de Ortiz en el Banco de México. Ese año también el banco central cumplió con su meta de inflación anual de 12 por ciento.

Cabe destacar que el 2000 tiene dos aspectos del banco central que explican las diferencias con Hacienda.

En la primera mitad del año y antes de las elecciones, el Banco de México sirvió de comparsa de una política fiscal expansiva. El gasto creció 15% y el banco central observó hasta un 8% en su meta diaria de oferta monetaria.

Luego de que gana Fox, el Banco de México cambia y empieza a advertir de riesgos de sobrecalentamiento y llama al ajuste y su oferta monetaria diaria se acerca a su estimación original.

En sus dos primeros años el "banco ha ganado un poco de credibilidad" y este último ha marcado más su autonomía respecto del gobierno federal, pero se hace evidente un ajuste por el lado fiscal.

Un pendiente, le quedó a Ortiz: la autonomía cambiaría con la que han dicho está de acuerdo hasta Vicente Fox y cabe recordar la opinión la entonces diputada por el PRD, Dolores Padierna cuando en 1998 se evaluó la iniciativa:

“ Se propone darle mayor poder, suprimiendo la Comisión de Cambios para que el Banco de México decida la política cambiaria. Será un mega poder. En el 2000 los ciudadanos seguramente sólo elegirán a la mitad de un presidente. El otro, si se aprueba esto, será usted”.

Ya en el 2000 y una vez electo, Vicente Fox se reunió con Ortiz para conocer las funciones de este instituto que en palabras de Fox “tiene que ver mucho con el desarrollo del país”.

Ahí Fox expresó lo agradable que fue escuchar que el crecimiento económico del país en este año – el 2000- es bueno y que el Banco de México sigue firme en su política de controlar y reducir la inflación”.

Y refirió que Guillermo Ortiz le reiteró que el Banco de México está muy atento a que se dé el desarrollo sin interferencias graves, como sería un nuevo crecimiento inflacionario; lo que está definitivamente descartado.

Y a dos semanas de que Vicente Fox asumiera la presidencia, Guillermo Ortiz, y uno de los pocos funcionarios de era salino-zedillista que trasciende al sexenio, hace gala de su poder de convocatoria entre la comunidad financiera internacional y organiza un seminario con banqueros y corredores de bolsa de distintas latitudes, sin precedente en la historia del organismo.

Este seminario (Política Monetaria y Estabilización: la experiencia internacional), se dio en un marco de contradicción entre las autoridades financieras del país, pues mientras el Banco de México decidió, por sexta ocasión en ese año aumentar el retiro de circulante dados los riesgos de sobrecalentamiento, la secretaría de Hacienda sostuvo que el crecimiento de 7% está en línea con los fundamentos económicos y no consideró necesario hacer caso de los llamados del banco central para realizar un ajuste por el lado de las finanzas públicas.

Al evento asistieron gente del nivel de Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Andrew Crockett, gerente general del Banco de Pagos Internacionales, Stanley Fischer, primer subdirector gerente del Fondo Monetario Internacional y diez gobernadores de bancos centrales, entre otros expertos de envergadura internacional.

En el programa no dejó de llamar la atención la presencia de Francisco Gil Díaz, principal competidor de Guillermo Ortiz por la gubernatura del banco, actual director de la empresa telefónica Avantel y entonces fuerte candidato para ocupar la titularidad de la secretaría de Hacienda en la administración de Vicente Fox, cargo que finalmente alcanzó.

Este seminario demostró que su imagen internacional era excelente. Incluso resaltó el hecho de que la publicación Global Finance calificara como muy buena la actuación de Guillermo Ortiz entre otros gobernadores del instituto emisor. Al final, Fox ya a mediados de su gobierno, lo reeligió como gobernador del banco central por un periodo de ocho años.

## Anexo VI

### Salida y regreso de Gil Díaz

Algo que vale la pena destacar fue el nombramiento que hizo Vicente Fox en la secretaría de Hacienda y con lo que se mandó una señal a los mercados. Habría continuidad en la política económica de Zedillo y es más la visión que imperaría sería la del Banco de México. Gil era su mejor representante.

A mediados de la década de los ochentas el hombre que con la llegada de Guillermo Ortiz decidió dejar el Banco de México, se dirigió al entonces secretario de Programación y Presupuesto, Carlos Salinas y con una sonrisa sarcástica le dijo:

- Mira, Carlos te voy a presentar a alguien que sí sabe economía.

Salinas extendió la mano y sonrió al que más tarde sería el primer economista del país, Pedro Aspe Armella.

Años después de presentar a estos dos personajes, Francisco Gil Díaz cerró una capítulo en su vida como funcionario público al renunciar no sólo al Banco de México, sino también a la pensión. Para él no se abrieron más las puertas doradas del banco central, en la calle de 5 de mayo, que lo albergó gran parte de su vida profesional, por que el elegido por Zedillo para relevar a Miguel Mancera al frente de la institución fue Guillermo Ortiz.

Luego de meses de una lucha encarnada al interior del equipo financiero entre el candidato de Miguel Mancera y el veto de Ortiz, nadie pudo imaginar siquiera que tres años más tarde el controversial, Francisco Gil Díaz, "Paco Gil" como le dicen sus amigos, regresaría al Banco como presidente de la Comisión de Cambios y con la tutela sobre el manejo de la política cambiaria, porque es ya prácticamente el primer secretario de Hacienda del candidato panista que terminó con la hegemonía del PRI, Vicente Fox.

#### Un Chicago Boy que tendió al pragmatismo

Francisco Gil Díaz, quien gusta del humor sarcástico, nació en la Ciudad de México, el 2 de septiembre de 1943.

En una ocasión con motivo de la entrega del Premio Banamex a fines de 1997, y a la que asistían entre otros Guillermo Ortiz, en su calidad de secretario de Hacienda, unos periodistas le preguntaron a Gil

- Díganos. ¿Usted es el bueno?
- No, el bueno está aquí, pero no soy yo.

Gil Díaz cursó la carrera de Economía en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), donde obtuvo la licenciatura en 1967. Posteriormente, la Universidad de Chicago le otorgó la maestría en Economía en 1969. Regresó como un tecnócrata puro. Lo que se dice un Chicago Boy.

Fue profesor de Economía, coordinador del Área de Economía y director del Departamento de Economía en el ITAM. A su regreso de la maestría ingresó al Banco de México como Analista de Estudios Económicos. El lugar de élite para los "jóvenes economistas que prometían" que en ese entonces era dirigida por Leopoldo Solís. En esta

oficina, empezaron gente como Jesús Silva Herzog, Mario Ramón Beteta, Miguel de la Madrid, Guillermo Ortiz y Ernesto Zedillo.

En 1971, Gil Díaz, quien gusta de la literatura, fue nombrado Jefe de Proyectos Económicos de la dirección de Estudios Económicos de la Secretaría de la Presidencia, y entre sus subalternos tuvo, nada más y nada menos, que a Francisco Labastida, ex candidato del PRI a la presidencia que compitió contra Vicente Fox.

De reconocida trayectoria académica y profesional, cuentan que a su regreso de la maestría, como docente era muy exigente y algunas de sus clases hasta las impartía en inglés.

En 1972 regresó al Banco de México y en 1973 fue designado Asesor de la Gerencia de Investigación Económica, para luego ocupar el cargo de Economista de la dirección general.

Parte de 1976 se desempeñó como Director General de Estudios Hacendarios en Hacienda y en diciembre nuevamente en el Banco de México ocupó la gerencia de la Unidad de Organización y Análisis de la Información Económica.

De 1978 a 1982 se hizo cargo de la dirección general de Política de Ingresos de Hacienda y fue precisamente en 1982 cuando obtuvo su doctorado en la Universidad de Chicago.

Ya para el sexenio de Miguel de la Madrid, nuevamente regresó al Banco de México y entre 1982 y 1988 fungió como director de Investigación Económica.

Asimismo, Gil Díaz ha realizado diversas publicaciones en español e inglés, para distintos medios especializados sobre temas económicos y fiscales. También cuenta con varias participaciones y ponencias en foros profesionales.

#### El sexenio de Salinas

Con la llegada de Carlos Salinas a la presidencia, Gil Díaz ocupó la subsecretaría de Ingresos todo el sexenio y es aquí donde el temperamento de Gil Díaz gana fama y adquiere hasta el sobre nombre del Fiscal de Hierro.

Con Gil Díaz, Pedro Aspe, titular de Hacienda, pudo instrumentar una profunda modernización de la política recaudatoria.

En la primera parte del sexenio, la serie de medidas instrumentadas no gustaron a muchos y famosas se hicieron las cajas fiscales registradoras, y querer obligar a los taxistas a expedir comprobante fiscales. La política recaudatoria de Gil Díaz ganó sobrada fama pues las auditorías tomaron vigor.

Se cuenta que los empresarios amigos de Gil Díaz cuando se veían sorprendidos con una auditoría fiscal llamaban a Francisco y le decían:

-Oye me acaba de llegar una auditoría

-Sí, mano, yo te la mande

Y la conversación cambiaba de tema.

El colmo de la casualidad fue que una de esas auditorías le llegó a la madre de Pedro Aspe, quien tenía una joyería. La mamá habló con su hijo y Aspe sólo se limitó a decir "A Gil no le puedo decir nada, las auditorías son por sorteo".

Fue Gil Díaz quien en conjunto con los secretarios de finanzas estatales cambió la fórmula de participación a los Estados y en opinión de algunos en un mismo tiempo bajo impuestos y aumentó la recaudación.

Luego de que terminó el sexenio de Salinas, Gil Díaz se reintegró al Banco de México y ahí con Mancera fue nombrado subgobernador del Banco Central.

El único Chicago Boy que no bajaba la cabeza ante las críticas pugnó por la gubernatura del Banco de México. Sólo que las diferencias con Guillermo Ortiz que se habían avivado desde que ambos eran subsecretarios en Hacienda, por sus posiciones respecto del déficit en cuenta corriente. En razón de que para Gil el déficit era sostenible, pero para Ortiz era ya motivo de preocupación, le valió el veto del secretario de Hacienda.

Su pasó por Avantel

Una vez nombrado Ortiz, la renuncia de Gil no se hizo esperar. Aceptó el ofrecimiento de Roberto Hernández y se fue a dirigir Avantel. Todos esperaban que al año ocupara la dirección general de Banamex, sólo que los resultados que obtuvo con la empresa fueron más que satisfactorios.

Gil hizo de Avantel la segunda empresa telefónica de México y desde que tomó las riendas ha sido el dolor de cabeza de Carlos Slim, dueño de Telmex, quien ya enfrenta demandas hasta en la Organización Mundial de Comercio (OMC), promovidas por Gil Díaz.

En muchas ocasiones, Gil Díaz, sin medias tintas, denunció que en Telmex se daba el apalancamiento, la competencia desleal, subsidios cruzados en la contabilidad del corporativo, etc.

El nocivo "efecto Gil Díaz" de Derbez

A mediados de agosto de 2000, nadie esperaba que la postulación de Gil Díaz a Hacienda fuera a tomar fuerza, ni siquiera por el principal responsable del equipo de transición Económica de Vicente Fox, Luis Ernesto Derbez.

En uno de los primeros eventos públicos a los que asistió Derbez, organizado por el Colegio de Economistas, éste se refirió a la política de terrorismo fiscal y aseguró que de ninguna manera en la administración de Vicente Fox se volvería al nocivo "efecto Gil Díaz".

Unos meses después, la candidatura del maestro de Aspe tomó fuerza. Y el "efecto Gil Díaz" llega a Hacienda con una filosofía: "No debe haber déficit fiscales".

Sin embargo, el nombramiento de Gil Díaz tendría sus primeros efectos paradójicamente en el Banco de México.

Gil, quien puso a Fox muchas condiciones para aceptar la titularidad de Hacienda, como ser él quien nombrara a sus subsecretarios, se buscó fuera el contrapeso serio para el banquero central que estaba robando los reflectores de la política económica, Guillermo Ortiz.

Ortiz, quien trató de promover la autonomía cambiaria del organismo y con ello hacer del Banco de México el centro del poder económico, tiene ahora en la Comisión de Cambios como presidente a Gil Díaz. Y de la autonomía cambiaria ni quien se acuerde.

Luego de tres años de gobierno Foxista, más que contrapeso a Guillermo Ortiz, Gil Díaz ha sido el complemento ideal en la aplicación de la política monetaria. A decir de muchos de sus colaboradores "las cosas que no puede decir Gil Díaz, las dice Ortiz y al revés. Se complementan, qué mejor que tener un banquero central en Hacienda".

## Anexo VII

### Reformas al Sistema Financiero en 1995

A lo largo de 1995 se llevaron a cabo una buena serie de reformas al sistema financiero para sentar las bases de las instituciones y mecanismos que funcionan hoy en día. Es por eso que damos cuáles fueron las más importantes.

#### **1.- Operaciones celebradas por el Banco de México a fin de disminuir las presiones ejercidas por los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS) en el mercado cambiario.**

En ese entonces el Banco de México ofreció a las instituciones de crédito la posibilidad de liquidar anticipadamente créditos otorgados por el propio banco mediante el procedimiento de subastas, entregando en pago Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS)<sup>148</sup>.

Posteriormente, se permitió liquidar anticipadamente créditos que el banco central hubiere otorgado mediante subastas a instituciones distintas a aquéllas que hubieren entregado en pago TESOBONOS, así como liquidar anticipadamente depósitos que el Banco de México hubiere constituido a su favor y a cargo de esas instituciones<sup>149</sup>.

Con el propósito de que las instituciones de crédito que decidieren liquidar créditos y/o depósitos pudieren mantener equilibradas sus posiciones de divisas, el Banco Central les vendió cobertura cambiaria de corto plazo.

A finales de enero,<sup>150</sup> se estableció que las instituciones de crédito podrían vender TESOBONOS al Banco de México y con el producto de la venta, constituir depósitos a plazo fijo con interés en el propio Banco, siempre y cuando previamente hubieran liquidado los créditos y/o depósitos a favor del Banco de México que tuvieran a su cargo esas instituciones; con el propósito de que las instituciones de crédito mantuvieran equilibradas sus posiciones de divisas, el banco central celebró operaciones de venta de cobertura cambiaria con las instituciones que así lo solicitaron.

El 17 de marzo de 1995<sup>151</sup>, el Banco de México, por cuenta del gobierno federal, ofreció pagar a su vencimiento, a las instituciones que así lo solicitaran, los TESOBONOS que mantuvieran en sus posiciones propias o de terceros, -además de por su equivalente en moneda nacional- en dólares, siempre que los referidos valores gubernamentales estuvieran depositados en las cuentas propias o de terceros del custodio, a más tardar al cierre del día hábil anterior al de su fecha de vencimiento.

Asimismo, se dio la oportunidad a las casas de bolsa de liquidar anticipadamente reportos sobre TESOBONOS celebrados con el Banco de México, con el objeto de utilizar parte de

<sup>148</sup> Circular-Telefax 2/95, del 11 de enero de 1995.

<sup>149</sup> Circular-Telefax 8/95, del 19 de enero de 1995.

<sup>150</sup> Circular-Telefax 10/95, del 27 de enero de 1995.

<sup>151</sup> Circular-Telefax 22/95, del 17 de marzo de 1995.

los recursos provenientes de dicha liquidación para cubrir créditos a cargo de instituciones de crédito del país y a favor del Banco de México.<sup>152</sup>

En enero de 1995, el Banco de México permitió a las casas de bolsa liquidar anticipadamente reportos sobre TESOBONOS, celebrados con el propio banco, a fin de que pudieran pagar depósitos que el Banco de México hubiere constituido en favor del propio Banco y a cargo de instituciones de crédito del país<sup>153</sup>. El 27 de enero de 1995, el Banco de México permitió a las casas de bolsa liquidar anticipadamente reportos sobre TESOBONOS celebrados con el propio Banco, a fin de que pudieran constituir depósitos bancarios de dinero en favor de las instituciones de crédito del país<sup>154</sup>.

Todas estas disposiciones permitieron que las instituciones de crédito y las casas de bolsa disminuyeran las obligaciones que tenían con el Banco de México, y que se redujeran las presiones que los TESOBONOS ejercían sobre el mercado cambiario.

#### **Admisión de pasivos en moneda extranjera.**

A fin de otorgar mayores opciones de inversión a las instituciones de banca múltiple en lo relativo al régimen de inversión de sus pasivos en moneda extranjera, a partir del mes de enero, se les permitió que invirtieran hasta un tres por ciento de su "pasivo invertible" en papel comercial emitido por el Banco Latinoamericano de Exportaciones, S.A (BLADDEX), denominado en dólares, cuyo plazo de vencimiento no exceda de 90 días y en depósitos a la vista o a plazo máximo de 7 días, denominados y pagaderos en dólares a cargo de este mismo Banco.<sup>155</sup>

En marzo de 1995 se estableció una nueva opción para las instituciones de banca múltiple en la determinación del monto máximo de "pasivos invertibles" en moneda extranjera, aparte de la existente.<sup>156</sup> Dicho monto se calcula multiplicando el factor de 1.6 por el monto del capital neto de la institución, calculado al segundo mes inmediato anterior al mes de que se trate, incluyendo los pasivos correspondientes a la capacidad temporal de admisión de pasivos en moneda extranjera.

Asimismo, en la citada fecha se determinó que no computaría para efectos del límite de los "pasivos invertibles" en moneda extranjera de las instituciones de banca múltiple, el "pasivo invertible" que las instituciones adquirieran a favor de entidades financieras del exterior que controlen cuando menos el 51% del capital social de la institución de que se trate o cuando menos el 51% del capital social de una sociedad controladora filial que, a su vez, controle cuando menos el 51% del capital social de la institución de que se trate.

#### **Mercados de Compraventa de Dólares a Futuro y de Opciones de Compra y Venta de Dólares.**

Considerando que los mercados de futuros son un mecanismo eficiente para la administración y distribución de riesgos y para la determinación de precios o tipos de cambio, propiciando así la estabilidad de éstos, y con el objeto de permitir el desarrollo de mecanismos para la cobertura de riesgos cambiarios, en marzo y abril de 1995 se

<sup>152</sup> Circular 72/95, del 11 de enero de 1995

<sup>153</sup> Circular 74/95, del 19 de enero de 1995

<sup>154</sup> Circular 76/95, del 27 de enero de 1995.

<sup>155</sup> Circular-Telefax 5/95, del 16 de enero de 1995.

<sup>156</sup> Circular-Telefax 17/95 del 7 de marzo de 1995.

establecieron los mercados de compraventa de dólares a futuro y de opciones de compra y venta de dólares.<sup>157</sup>

Las instituciones interesadas en participar como intermediarios en estos mercados tenían que presentar su solicitud de autorización al Banco de México, la cual sería otorgada discrecionalmente, una vez que las instituciones obtuvieran un dictamen expedido por una empresa de consultoría aprobada por el propio Banco, en donde se manifestara que las instituciones contaban con la capacidad técnica para realizar este tipo de operaciones. A partir del 29 de agosto de 1995, las instituciones que desearan actuar con tal carácter debían cumplir además con 31 requerimientos relativos a administración, operación y control interno.<sup>158</sup>

Se permitió a las instituciones de banca múltiple celebrar operaciones pasivas en moneda nacional, con entidades financieras del exterior, con casas de cambio extranjeras y con personas que actúen por cuenta de aquéllas, siempre que la moneda nacional correspondiera a la celebración de contratos de futuros sobre pesos mexicanos negociados en mercados de futuros reconocidos por el Banco de México (Chicago Mercantile Exchange). Asimismo, se les permitió realizar operaciones de compraventa a futuro de divisas contra moneda nacional, únicamente cuando las operaciones se efectuaran en mercados de futuros reconocidos por el Banco de México, o se ajustaren a lo estipulado por el Banco de México en sus disposiciones de carácter general.

Debido a que el Chicago Mercantile Exchange solicitó a las instituciones que garantizaran el cumplimiento de las obligaciones de pago que contrajeran con dicha institución, el Banco de México autorizó a las instituciones de crédito del país garantizar este tipo de operaciones mediante la constitución de prenda de títulos o valores de su cartera.

En agosto de 1995,<sup>159</sup> este Instituto Central, escuchando diversas peticiones de algunas instituciones de crédito para que se les permitiera actuar como participantes en la celebración de operaciones de compraventa de dólares a futuro, a fin de contar con un instrumento adicional para cubrir los riesgos cambiarios de las instituciones, estableció un régimen transitorio durante el plazo comprendido entre el 29 de agosto y el 31 de diciembre de 1995, en el cual las instituciones de crédito tuvieron autorización general para actuar como participantes en el mercado de compraventa de dólares a futuro con otras instituciones de crédito intermediarias y/o bien con aquellas instituciones que cumplieran ciertos requisitos.

A partir de enero de 1996 y hasta el 30 de junio de dicho año, sólo podrán continuar actuando como participantes las instituciones que a satisfacción del Banco de México cumplieran con los 16 requerimientos de administración, operación y control interno determinados por el propio Banco Central.

A partir del 1o. de julio de 1996, se dispuso que sólo las instituciones de crédito que obtuvieran la autorización para actuar como intermediarios podrán celebrar las operaciones que nos ocupan. Por último se señaló que las autorizaciones que a partir del

---

<sup>157</sup> Circulares-Telefax 21/95, del 17 de marzo de 1995 y 30/95, del 3 de abril de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo, respectivamente

<sup>158</sup> Circulares-Telefax 80/95 y 82/95, del 28 de agosto de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo, respectivamente.

<sup>159</sup> Circulares-Telefax 80/95 y 82/95, del 28 de agosto de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo, respectivamente.

1º de julio de 1996 se otorgaren a las instituciones de crédito para actuar como participantes, serán únicamente para operaciones específicas.

#### **Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo.**

Debido a que los riesgos implícitos de las operaciones del mercado de coberturas cambiarias de corto plazo son semejantes a los de las operaciones del mercado de compraventa de dólares a futuro, el Banco de México estimó conveniente que las instituciones de crédito que actuaran con el carácter de intermediarios o participantes en el referido mercado de coberturas cumplieran con los mismos requisitos que se solicitan a las instituciones que actúan con tales caracteres en el mercado citado en segundo término.<sup>160</sup>

Se estableció un régimen transitorio para las instituciones de crédito y las casas de bolsa que con anterioridad al 29 de agosto de 1995 hubieren obtenido autorización para actuar hasta el 31 de diciembre de 1995 como intermediarios en el citado mercado, el cual consistía en que para poder obtener la renovación de su autorización, con vigencia hasta el 30 de junio de 1996, deberían cumplir a satisfacción del Banco de México con los 16 requerimientos de administración, operación y control interno determinados por el propio Banco Central.

#### **Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE).**

Con el objeto de contar con una tasa de interés interbancaria que reflejara las condiciones del mercado en forma más precisa que la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP), el Banco de México, en marzo de 1995 expidió las disposiciones para calcular la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE).<sup>161</sup>

Considerando que resultaría de utilidad para el público en general, y en particular para las personas que realizan operaciones en el sistema financiero, seguir conociendo la TIIP, el Banco de México decidió continuar publicando en el Diario Oficial de la Federación la referida tasa, junto con la TIIE, el día hábil bancario siguiente a aquél en que se determinen. En razón de que eventualmente la TIIP dejará de ser utilizada en las operaciones que celebren las instituciones de crédito, su publicación sólo se realizará hasta el 31 de diciembre del 2001, sin perjuicio que, de ser conveniente, el Banco de México decida continuar con su publicación después de esa fecha.

En lo relativo a los mercados de futuros sobre tasas de interés nominales, se determinó que a partir del 24 de marzo de 1995, se utilizará la TIIE en lugar de la TIIP.<sup>162</sup>

#### **Índice Nacional de Precios al Consumidor.**

A fin de que los índices de precios fueran más representativos de la evolución del nivel general de precios, el 24 de marzo de 1994, el Banco de México publicó en el Diario Oficial de la Federación la base de presentación 1994=100, sustituyendo a la de 1978=100. Estas nuevas ponderaciones del índice corresponden a los gastos familiares a precios de 1993 y sustituyen a las de 1980. La muestra de ciudades se incrementó de 35

<sup>160</sup> Circulares-Telefax 81/95, 83/95 y Circular 82/95, del 28 de agosto de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple, a las instituciones de banca de desarrollo y a las casas de bolsa, respectivamente.

<sup>161</sup> Circular-Telefax 25/95, del 20 de marzo de 1995.

<sup>162</sup> Circular-Telefax 27/95 y Circular 67/94 Bis, dirigidas a las instituciones de crédito y a las casas de bolsa, respectivamente.

a 46 localidades, ubicadas en todas las entidades federativas; la canasta de productos genéricos aumentó de 302 a 313, y el número de los precios recolectados aumentó de 70 mil a 85 mil precios cada quincena. Hasta la segunda quincena de febrero de 1995, el Índice Nacional de Precios al Consumidor quincenal se publicó en el Diario Oficial de la Federación con la base 1978=100.

Para ser congruente con estos cambios, el Banco de México determinó, que en los mercados de futuros sobre el nivel del INPC, se utilice la citada base 1994=100.<sup>163</sup>

### **Unidades de Inversión**

Con el propósito de brindar un instrumento que contribuya a mitigar los problemas que la inflación ocasiona en ahorradores y acreditados, por la celebración de operaciones crediticias, el 1o. de abril de 1995 se publicó en el Diario Oficial de la Federación el Decreto por el que se establecen las obligaciones que podrán denominarse en unidades de inversión (UDIS).

La unidad de inversión es una unidad de cuenta de valor real constante, en la que pueden denominarse títulos de crédito, salvo cheques y en general contratos mercantiles u otros actos de comercio. El valor en pesos de la citada unidad de cuenta lo publica periódicamente el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación. Las instituciones de crédito pueden denominar en unidades de inversión las operaciones pasivas siguientes: depósitos retirables con previo aviso; depósitos retirables en días preestablecidos; depósitos a plazo fijo; préstamos documentados en pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento; bonos bancarios; obligaciones subordinadas; aceptaciones bancarias; papel comercial con aval bancario y pasivos en moneda nacional derivados de operaciones interbancarias, así como las activas. El plazo de las operaciones pasivas no puede ser inferior a 3 meses.<sup>164</sup>

Con el propósito de que las instituciones pudieran redocumentar en unidades de inversión las operaciones pasivas denominadas en moneda nacional contraídas con anterioridad al 4 de abril de 1995, se exceptuó a las instituciones de crédito de la prohibición a que se refiere la fracción XV del artículo 106 de la Ley de Instituciones de Crédito, de pagar anticipadamente en todo o en parte obligaciones a su cargo derivadas de las operaciones pasivas señaladas en el párrafo anterior, siempre y cuando pactaran con sus clientes que con el producto de tal pago, se celebrare una nueva operación pasiva denominada en UDIS, por un plazo igual o mayor al que falte por vencer a la operación que se pagara anticipadamente.

El Banco de México publica en el Diario Oficial de la Federación el valor en moneda nacional de las UDIS para cada día, conforme a lo siguiente: a) a más tardar el día 10 de cada mes publica el valor correspondiente a los días 11 a 25 de dicho mes, y b) a más tardar el día 25 de cada mes publica el valor correspondiente a los días 26 de ese mes al 10 del mes inmediato siguiente.<sup>165</sup>

---

<sup>163</sup> Circular-Telefax 56/95 y Circular 67/94 BIS 1, del 30 de junio de 1995, dirigidas a las instituciones de crédito y a las casas de bolsa, respectivamente

<sup>164</sup> Circular-Telefax 29/95 del 3 de abril de 1995, dirigida a las instituciones de crédito del país

<sup>165</sup> Diario Oficial del 4 de abril de 1995.

Se determinó que en los instrumentos jurídicos en los que las instituciones documenten las operaciones activas y pasivas denominadas en UDIS, deberá pactarse el pago de una sola tasa de interés, no pudiendo utilizar tasas alternativas.

A fin de que las instituciones mantuvieran una posición nivelada en sus operaciones en UDIS, se estableció un procedimiento para el cálculo de la Posición Neta de ciertos activos y pasivos denominados en esta unidad de cuenta. Con el objeto de contar con una tasa de referencia para operaciones denominadas en unidades de inversión, en mayo de 1995, el Banco de México modificó el procedimiento previsto para determinar la Tasa de Interés interbancaria de Equilibrio (TIIE), para incluir la determinación de la tasa de interés interbancaria de equilibrio para operaciones denominadas en Unidades de Inversión (TIIE-UDIS);<sup>166</sup> sin embargo, como las cotizaciones recibidas de las instituciones de crédito para determinar por primera vez la TIIE-UDIS mostraron gran dispersión, el Banco de México consideró conveniente esperar a que el mercado de operaciones bancarias denominadas en UDIS tuviera un mayor desarrollo para volver a determinar la referida tasa.<sup>167</sup>

### **Cuenta Única.**

El régimen relativo a la cuenta única tuvo diversas modificaciones a lo largo de 1995, por lo que a mediados de septiembre resultaba inaplazable una compilación de este régimen, el cual se llevó a cabo en la Circular 2019/95, dejando sin efecto diversas Circulares-Telefax. Para las instituciones de banca de desarrollo se les hizo aplicable el mismo régimen, salvo por lo que respecta a las garantías.<sup>168</sup>

Los saldos diarios de la cuenta única de la institución de crédito de que se trate se suman al final de un período de cálculo, el cual es de 28 días naturales. Al resultado se le conoce como saldo acumulado de saldos diarios.

Al final de cada período de cálculo, las instituciones deben mantener un saldo acumulado de saldos diarios mayor o igual a cero; de no ser así, el Banco de México les carga en sus cuentas únicas una cantidad igual al resultado de aplicar al saldo negativo, la tasa que se obtenga de multiplicar por dos el promedio aritmético de las tasas anuales de rendimiento de CETES en colocación primaria de las cuatro subastas de emisión inmediatas anteriores a la fecha en que el saldo acumulado de saldos diarios se determine, y dividir el producto obtenido entre 360.

Las instituciones de banca múltiple sólo pueden sobregirarse en esta cuenta hasta por el valor de los títulos bancarios y valores gubernamentales que previamente otorguen en garantía al Banco de México. Para tales efectos, el Banco de México les comunica a más tardar el día 20 de cada mes, el monto mínimo de garantías que deberán mantener en todo momento durante el mes calendario inmediato siguiente.

Las instituciones de banca de desarrollo solamente pueden incurrir en sobregiros hasta por un monto que no exceda del 25% del capital neto que se registre el segundo mes calendario inmediato anterior a aquél en que se incurra en dichos sobregiros.

Sin embargo, debido a los problemas que pudieran ocasionarse en el sistema financiero, el Banco de México acepta ciertos sobregiros en exceso del régimen señalado en los dos párrafos anteriores. Las operaciones mencionadas siempre son liquidadas; sin embargo,

<sup>166</sup> Circular-Telefax 48/95 del 25 de mayo de 1995, dirigida a las instituciones de banca múltiple.

<sup>167</sup> Circular-Telefax 50/95 del 6 de junio de 1995, dirigida a las instituciones de banca múltiple

<sup>168</sup> Circular-Telefax 31/95, del 3 de abril de 1995.

las instituciones deben pagar intereses por cada minuto en que su cuenta única se encuentre sobregirada por estos conceptos.

### **Posiciones de Riesgo Cambiario**

Se estableció un nuevo régimen para determinar la posición de riesgo cambiario de las instituciones de crédito y casas de bolsa, conocida anteriormente como posición en el mercado de cambios. La mencionada posición de riesgo cambiario es la diferencia entre la suma de activos de las instituciones de crédito y de las casas de bolsa sujetas a riesgo cambiario que aumenten su valor en moneda nacional y de los pasivos que lo disminuyan ante una depreciación del tipo de cambio del peso mexicano contra divisas (posición larga) y la suma de activos de las instituciones de crédito y de las casas de bolsa sujetas a riesgo cambiario que disminuyan su valor en moneda nacional y de los pasivos que lo aumenten, derivado de una depreciación del tipo de cambio del peso mexicano frente a otras divisas (posición corta).<sup>169</sup>

En el régimen de las instituciones de crédito se incluyeron dentro de los activos y pasivos a considerar para el cálculo de su posición de riesgo cambiario a las compras y ventas de divisas pendientes de liquidar derivadas de las operaciones de compraventa de dólares a futuro y de opciones de compra y venta de dólares.

### **Cuentas Personales Especiales para el Ahorro.**

Se uniformaron los rendimientos que devengan las cuentas personales especiales para el ahorro con los de los demás depósitos a la vista.

### **Liquidación de los Resultados de las Cámaras de Compensación de Documentos.**

A partir del 4 de enero de 1996, a fin de: a) dar mayor seguridad al sistema de pagos; b) promover al uso de medios de pago alternativos al cheque para la liquidación de operaciones, y c) hacer explícitos los riesgos crediticios en que incurre la banca y el Banco Central al realizar la compensación de documentos, el Banco de México ejecuta la liquidación de los resultados de la compensación de cheques el día hábil bancario siguiente al de su presentación en la cámara de compensación, sin otorgarle efectos retroactivos.

Adicionalmente, el Banco impuso la obligación a las instituciones de banca múltiple de cargar y abonar las cuentas de sus clientes, por concepto de cheques cobrados a través de cámaras de compensación, a la apertura del día hábil bancario siguiente en que tales cheques hayan sido depositados en cuenta.<sup>170</sup> Es conveniente hacer notar que este procedimiento es aplicable únicamente para cheques girados dentro de una misma plaza.

Mediante esta Circular-Telefax se modificaron las fechas valor para que el Banco de México ejecutara las órdenes de traspasos de fondos resultantes de la compensación. Con anterioridad, la liquidación de los resultados de la compensación se realizaba con efectos retroactivos al día hábil anterior, por lo que las instituciones podían tomar en firme cheques a cargo de otros bancos, sin costo por este financiamiento, lo cual fomentaba que corrieran el riesgo de que no existieran fondos para el cobro de los cheques, sin

<sup>169</sup> Circulares-Telefax 32/95 y 34/95 del 3 y 20 de abril de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de desarrollo, respectivamente, y Circular 83/95 del 6 de septiembre de 1995, dirigida a las casas de bolsa.

<sup>170</sup> Circular-Telefax 88/95, del 21 de septiembre de 1995, dirigida a las instituciones de banca múltiple, en vigor a partir del 4 de enero de 1996.

tomar tal decisión con base en controles estrictos para el otorgamiento de dicho financiamiento.

Por otro lado se estableció que las órdenes de traspaso de fondos relativas a operaciones celebradas entre instituciones se deberían instruir a través del SIAC-BANXICO de 9:00 a 17:30 horas, pudiendo tener fecha valor mismo día o valor día hábil bancario siguiente, a petición de la institución. Asimismo se dispuso que el Banco de México, entre las 18:30 y 19:30 horas, ejecutaría traspasos de fondos en moneda nacional con fecha valor mismo día entre las cuentas que lleva a las instituciones, siempre y cuando dichos traspasos se originaran por operaciones crediticias celebradas exclusiva y directamente entre las propias instituciones.

Los traspasos de fondos resultado de la compensación, son ejecutados por el Banco de México con fecha valor mismo día cuando la orden sea recibida por el Banco de México vía SIAC-BANXICO de las 7:30 a las 9:00 horas. Si la orden es recibida de las 9:00 a las 19:30 horas, se ejecuta con fecha valor día hábil bancario siguiente al de su recepción. Asimismo, se modificaron las disposiciones relativas al régimen de sobregiros de la cuenta única para establecer que aquellos sobregiros que se registren a las 19:30 horas de cada día hábil, causarán intereses por los minutos comprendidos entre las 17:30 horas del día hábil de que se trate y las 9:00 horas del día hábil siguiente.<sup>171</sup> Debido al nuevo procedimiento de liquidación de documentos con fecha valor "día hábil siguiente", se realizaron diversos ajustes que resultaban necesarios.<sup>172</sup>

#### **Tasas de interés en operaciones activas.**

En noviembre y diciembre de 1995 se efectuaron cambios sustanciales a las disposiciones relativas a tasas de interés en operaciones activas, con el propósito de que el público contara con elementos que le faciliten conocer y comparar el costo efectivo de los financiamientos que ofrecen las instituciones de banca múltiple.<sup>173</sup>

A fin de lograr lo anterior, el Banco de México instruyó a las instituciones de banca múltiple para que, en los contratos que documenten los créditos que otorguen, pacten una sola tasa de interés, que podrá ser fija o, en su caso, modificarse en función de las variaciones de una sola tasa de referencia. En consecuencia, las citadas instituciones no podrán pactar que la tasa de interés aplicable en sus operaciones de crédito sea la más alta de varias tasas de referencia.

Las instituciones de banca múltiple únicamente podrán utilizar como tasas de referencia para créditos en moneda nacional la TIIE; la tasa de rendimiento en colocación primaria de CETES, el CPP que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación, o la tasa Nafin que se publique en el Diario citado, únicamente en los créditos que sean objeto de descuento con Nacional Financiera, S.N.C., o que sean otorgados con recursos provenientes de esa institución de banca de desarrollo. Para créditos denominados en UDIS, el CPP-UDIS que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la

---

<sup>171</sup> Este régimen se hizo aplicable a la banca de desarrollo por Circular-Telefax 89/95, del 22 de septiembre de 1995, en vigor a partir del 4 de enero de 1996.

<sup>172</sup> Circulares-Telefax 133/95 y 134/95 del 29 de diciembre de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo, respectivamente.

<sup>173</sup> Circulares-Telefax 114/95 y 125/95 del 6 de noviembre y 18 de diciembre de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple.

Federación,<sup>174</sup> y para créditos en dólares de los EE.UU., la tasa LIBOR o la tasa que se hubiese pactado en los instrumentos que documenten créditos recibidos de organismos financieros extranjeros o internacionales, únicamente en los créditos que sean otorgados con recursos provenientes de dichos organismos.

En el evento de que las instituciones pacten la tasa de interés con base en una tasa de referencia, también deberán pactar que dicha tasa de referencia deberá ser la última publicada durante el período que se acuerde para la determinación de la tasa de interés, o la que resulte del promedio aritmético de dichas tasas, publicadas durante el referido período.

La única forma en que las instituciones pueden pactar una o más tasas de referencia sustitutas es para el evento de que deje de existir la tasa de referencia originalmente pactada.

Con el fin de dar tiempo a las instituciones para preparar la documentación necesaria para cumplir con el régimen señalado y realizar los ajustes correspondientes en sus sistemas, el Banco de México dispuso que el mencionado régimen entrara en vigor el 2 de enero de 1996.

#### **Sistema Interactivo de Valores (SIDV).**

A finales de 1995 se implementó un esquema de entrega contra pago de valores gubernamentales y títulos bancarios.<sup>175</sup>

En este esquema la S.D. Indeval, S.A. de C.V. (Indeval), tendrá un papel preponderante, por lo que todos los títulos bancarios y valores gubernamentales que se coloquen en el mercado mediante oferta pública e intermediación en el mercado de valores deberán estar en todo momento

depositados en administración en esa institución para el depósito de valores; sin perjuicio de que, tratándose de valores gubernamentales, Indeval los mantenga en depósito centralizado en el Banco de México.

Todas las operaciones que efectúen las instituciones de crédito y las casas de bolsa con títulos bancarios y valores gubernamentales por cuenta propia o de terceros, deberán realizarse mediante transferencias que Indeval efectúe de conformidad con lo establecido en su reglamento interior. Estas transferencias se comprobarán con los cargos y abonos que Indeval entregue a los citados intermediarios financieros.

Para poder operar este mecanismo de entrega contra pago, se estableció un procedimiento en el cual el Banco de México determinará diariamente una capacidad máxima del saldo deudor de la cuenta única en que cada institución podrá incurrir por concepto de la liquidación de sus operaciones con títulos bancarios y valores gubernamentales en Indeval.

Las instituciones de banca múltiple y Nacional Financiera, S.N.C. podrán solicitar al Banco Central la autorización para el otorgamiento de líneas de crédito que estén dispuestas a

---

<sup>174</sup> El 6 de noviembre de 1995 fue publicada en el Diario Oficial de la Federación la Resolución del Banco de México en la que se informa que el CPP-UDIS sería dado a conocer a partir del mes de noviembre de dicho año.

<sup>175</sup> Circulares-Telefax 124/95 y 131/95 del 18 de diciembre de 1995 y del 27 de diciembre de 1995, dirigidas a las instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo, respectivamente, y Circulares 10-205, 66/94 bis y 70/94 Bis I, dirigidas a las casas de bolsa.

otorgar durante el día hábil siguiente a una o más casas de bolsa para que éstas liquiden el saldo a cargo de la cuenta de

control que les lleva Indeval. El Banco de México les hará saber si les incrementará su capacidad máxima para otorgar el crédito solicitado. Este crédito será otorgado vía operaciones de reporto en las cuales la institución de crédito actuará como reportadora, y la casa de bolsa como reportada; el plazo del reporto será un día hábil, y el precio del mismo será el valor de garantía de los títulos bancarios y valores gubernamentales objeto del reporto.

Se permitió a las instituciones de crédito que actúen como reportadoras al adquirir títulos bancarios emitidos por ellas mismas, siempre que tales adquisiciones se hicieren en cumplimiento de contratos de reporto celebrados en términos de lo dispuesto en el párrafo anterior.

La mencionada capacidad máxima que otorgue el Banco de México a las instituciones de crédito puede ser incrementada hasta por la cantidad necesaria para que se liquide el importe de los valores gubernamentales asignados a las instituciones en el mercado primario.

Las instituciones de banca múltiple deben garantizar el pago puntual del saldo deudor de la cuenta única en que incurran por concepto de liquidación de títulos bancarios y valores gubernamentales en Indeval, debiendo otorgar un mandato irrevocable a este último para que, en el evento de que no hubieren constituido las citadas garantías a las 17:50 horas del día en que incurran en el saldo deudor de la cuenta única, el Indeval constituya garantía en favor del Banco de México.

Por su parte, en las Reglas para la Colocación de Valores Gubernamentales se estableció que la entrega de los valores asignados será a través del Indeval, para lo cual el Banco de México depositará en la cuenta que Indeval le lleve a cada postor, los valores asignados. El procedimiento de pago establecido anteriormente fue modificado, estableciéndose que las casas de bolsa y las instituciones de crédito deberán realizar el pago de los valores en términos de lo dispuesto en el Reglamento Interior de Indeval, y que las demás personas, deberán efectuar el pago de dichos valores a través de una institución de crédito o casa de bolsa.<sup>176</sup>

### **Garantías otorgadas en favor del Banco de México.**

Se amplió la gama de títulos de crédito con los que las instituciones de banca múltiple pueden garantizar obligaciones a su cargo y a favor del Banco de México para incluir a los Certificados de la Tesorería de la Federación emitidos al amparo de programas de reestructuración de créditos en unidades de inversión (CETES ESPECIALES)<sup>177</sup>.

Por otra parte, en diciembre de 1995, se dispuso que las instituciones de banca múltiple podrán garantizar sus obligaciones con títulos de crédito a su cargo o a cargo de instituciones de banca de desarrollo, depositados en Indeval, que el Banco de México dé a conocer a través del Sistema de Administración de Garantías (SAGA) del SIAC-BANXICO, y títulos de crédito emitidos por el FOBAPROA, con aval del Gobierno Federal,

---

<sup>176</sup> Este esquema de entrega contra pago entrará en operación a partir del 22 de marzo de 1996.

<sup>177</sup> Circular-Telefax 90/95 del 26 de septiembre de 1995, dirigida a las instituciones de banca múltiple.

así como obligaciones a cargo del mencionado fideicomiso con la obligación solidaria de pago del Gobierno Federal<sup>178</sup>.

Para poder constituir este tipo de garantías, se firmó con las instituciones de banca múltiple un contrato para establecer el procedimiento para constituir, sustituir y cancelar tales garantías.

Los títulos o valores dados en garantía se valúan conforme a un procedimiento establecido por el Banco de México.

Asimismo, existe un índice de composición de garantías, el cual varía si la obligación garantizada deriva de sobregiros en la cuenta única o de créditos otorgados por el Banco de México a través de subastas.

Las instituciones de banca múltiple deben otorgar garantías por los sobregiros en que incurran en su cuenta única y por los créditos que les sean asignados a través de subastas. Las instituciones de banca de desarrollo únicamente deben garantizar los créditos que les fueren asignados a través de subastas.

### **Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA).**

En marzo de 1995 se estableció el Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA).<sup>179</sup> Este sistema permite realizar pagos de alto valor con fecha valor mismo día, entre cuentahabientes de distintas instituciones de crédito.

La implementación del SPEUA tuvo como objetivo sustituir a los cheques de alto valor, disminuyendo con esto el riesgo de crédito que corren tanto el Banco de México, como las instituciones de crédito y el público en general, así como abatir riesgos sistémicos.

Debido a diversas modificaciones realizadas al sistema, se expidió una segunda Circular a finales de noviembre de 1995<sup>180</sup>, la cual compiló en un solo ordenamiento las modificaciones al SPEUA y redujo el importe mínimo de las órdenes de pago que pueden tramitarse a través de este sistema de pagos.

El SPEUA opera a través de órdenes de pago que una institución de crédito envía a otra institución de crédito para que se pague una suma determinada en moneda nacional al beneficiario designado en esa orden.

La persona que desee solicitar a una institución de crédito participante el envío de una orden de pago debe ser cuentahabiente de dicha institución, tener fondos suficientes en su cuenta y solicitar el traspaso de fondos por un monto mínimo de \$150,000.00. El beneficiario de la orden de pago debe ser la propia institución participante o un cuentahabiente de esa institución a quien le lleve una cuenta de depósito de dinero a la vista, con o sin chequera.

Para evitar que las instituciones corran riesgos excesivos, diariamente a la apertura del SPEUA cada institución participante deberá establecer un límite de exposición a riesgo en moneda nacional aplicable para ese día con respecto a cada una de las demás instituciones participantes.

---

<sup>178</sup> En la Circular-Telefax 5/96 del 15 de febrero de 1996, se dispuso que este régimen entrará en vigor el 22 de marzo de 1996.

<sup>179</sup> Circular 2016/95 del 7 de marzo de 1995, dirigida a las instituciones de crédito del país.

<sup>180</sup> Circular 2022/95 del 21 de noviembre de 1995, dirigida a las instituciones de crédito del país.

Tanto el límite de exposición a riesgo que cada institución participante determine en relación con cada una de las demás instituciones, como la suma de todos los límites de exposición a riesgo tienen límites máximos. Lo anterior sin perjuicio de que, diariamente el Banco de México determina el Límite

Máximo de Adeudo correspondiente a cada institución participante, el cual es la cantidad menor de la suma de todos los límites de exposición a riesgo que las demás instituciones le hayan establecido a la institución participante de que se trate o el monto que el Banco de México establezca de manera particular, tomando en cuenta la liquidez y la salud financiera de la institución participante de que se trata.

El Banco de México efectúa en forma automática y continua los cálculos de la compensación de las obligaciones recíprocas a cargo de una institución participante con respecto a otra, derivadas de las órdenes de pago que ambas instituciones participantes se envíen por conducto del SPEUA, a fin de obtener el saldo bilateral neto entre ellas. Con base en lo anterior el Banco de México determina la cantidad neta a pagar o a recibir por cada institución participante, restando: a) la suma de los saldos bilaterales netos a cargo de una institución participante; b) la suma de los saldos bilaterales netos a favor de ésta. El resultado se conoce como saldo multilateral neto de esa institución participante.

Al final del día, la institución participante que resulte deudora debe pagar el saldo multilateral neto a su cargo. Para tal efecto, el Banco de México efectúa la liquidación correspondiente a través del SIAC-BANXICO, mediante cargos y abonos en las cuentas únicas de las instituciones participantes.

#### **Programas de Apoyo Crediticio.**

A lo largo de 1995 se implementaron múltiples Programas de Apoyo Crediticio acordados entre el Gobierno Federal y las instituciones de crédito y otros intermediarios financieros, con la finalidad de reducir la creciente problemática de la cartera vencida de esas instituciones e intermediarios, permitiéndoles la reestructuración en UDIS de créditos otorgados en moneda nacional y en dólares de los EE.UU., la disminución de las tasas de interés de dichos créditos, la ampliación del plazo del crédito, y en ocasiones, el diferimiento del pago del principal durante períodos razonables.

Cada uno de los referidos Programas se origina por un acuerdo suscrito entre el Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y la banca múltiple representada por la Asociación de Banqueros de México, A.C. y en ciertas ocasiones algunas o todas las instituciones de banca de desarrollo. Posteriormente, la referida Secretaría establece los términos y condiciones de la línea de crédito simple que otorgará a las instituciones que participen en los Programas, a fin de hacer posible su instrumentación, así como las reglas de operación que las citadas instituciones deberán observar al respecto. El Banco de México, da a conocer a las instituciones a través de Circulares-Telefax estas reglas de operación, y en su carácter de agente financiero del Gobierno Federal, se encarga de administrar las líneas de crédito respectivas. Por su parte, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, comunica a las instituciones las reglas contables que deberán seguir.

Cada Programa establece el tipo de crédito que puede reestructurarse a su amparo, según el sector al que se otorga el apoyo; así como los montos, antigüedad, características crediticias de los acreditados elegibles y los demás requisitos necesarios para calificar dentro del Programa.

Las instituciones deben seleccionar los créditos que son susceptibles de calificar dentro de los Programas y negociar con los clientes respectivos su reestructuración, al plazo que estos últimos elijan dentro de las opciones previstas y a la tasa de interés real, más un determinado número de puntos máximos que señale el acuerdo.

La cartera de créditos reestructurada (la Cartera), es cedida por las instituciones de crédito a fideicomisos constituidos para tal efecto, contra el pago que simultáneamente les efectúe la institución fiduciaria de su valor, menos el porcentaje que corresponda, por concepto de provisiones, según el Programa.

Para efectuar el pago de la Cartera, la institución fiduciaria ejerce la línea de crédito simple que al efecto le otorga el Gobierno Federal. De manera simultánea, las instituciones de crédito con los recursos que obtienen del pago de la Cartera, adquieren CETES ESPECIALES de largo plazo.

Durante 1995 se emitieron los siguientes Programas: Programa de Apoyo Crediticio a la Planta Productiva Nacional; Reestructuración de Créditos Denominados en Dólares de los EE.UU. al Amparo del Programa de Apoyo Crediticio a la Planta Productiva Nacional.

Programa de Apoyo Crediticio a los Estados y Municipios.

Programa de Apoyo para Deudores de Créditos de Vivienda.

Programa para la Vivienda de Interés Social Tipo FOVI.

Programa de Apoyo para la Edificación de Vivienda en Proceso de Construcción.

Programa de Apoyo a Deudores de Tarjeta de Crédito.

Programa de Apoyo a los Deudores de Créditos para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero y Personales.

Programa de Apoyo a la Planta Productiva Nacional a través de la Reestructuración de Operaciones de Redescuento que la Banca Múltiple mantenga con la Banca de Desarrollo.

Programa de Apoyo a la Planta Productiva Nacional a través de la Reestructuración de Créditos de Primer Piso.

Acuerdo de Apoyo a los Deudores de la Banca.

Este último Programa, conocido por sus siglas "ADE", es un acuerdo que complementa los Programas de reestructuración de UDIS existentes. Su principal objetivo es otorgar apoyo financiero de manera prioritaria a deudores medianos y pequeños de: 1) tarjetas de crédito; 2) créditos para la adquisición de bienes al consumo duradero y personales; 3) créditos para vivienda; 4) créditos empresariales; y 5) créditos agropecuarios.

El plazo de aplicación original de este acuerdo es de 12 meses, salvo en el caso de los créditos a empresas del sector agropecuario, cuyo plazo de aplicación es de 18 meses.

Dichos plazos pueden ser ampliados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, de así considerarlo conveniente. Como regla general, estos plazos comenzaron a correr el 1o. de septiembre de 1995.

Para tener derecho a los beneficios del ADE se debe estar al corriente en el pago del crédito o haber suscrito una carta de intención antes del 31 de enero de 1996, en la que se debió haber manifestado el deseo del deudor de ponerse al corriente en sus pagos, así como de reestructurar en UDIS oportunamente el adeudo respectivo.

### **Préstamo de Valores**

A mediados de marzo, considerando que a través del préstamo de valores se aumenta la liquidez en el mercado de éstos, y se reducen los incumplimientos en la liquidación de

operaciones con valores que se efectúan en instituciones para el depósito de valores, el Banco de México permitió que las instituciones de crédito, las casas de bolsa y las sociedades de inversión comunes y en instrumentos de deuda realizaran operaciones de préstamo de valores.<sup>181</sup>

El préstamo de valores consiste en la transferencia de la propiedad de valores, del propietario de los mismos, conocido como prestamista, al prestatario, quien se obliga a su vez, al vencimiento del plazo establecido, a restituir al primero, otros tantos valores del mismo emisor, en su caso valor nominal, especie, clase, serie o fecha de vencimiento; al pago de la contraprestación o premio convenido, y a reembolsar el producto de los derechos patrimoniales que hubieren generado los valores durante la vigencia del propio contrato.

Se permitió que las instituciones de crédito y las casas de bolsa celebren operaciones de préstamo de valores.

Tratándose de instituciones de crédito, los valores que adquieran no deben ser suscritos por la misma institución. Los valores que pueden ser objeto de este tipo de operaciones son valores gubernamentales, títulos bancarios y acciones, excepto cuando el préstamo de valores lo celebren instituciones de crédito, toda vez que estas instituciones no pueden realizar operaciones de préstamo de valores sobre acciones.

El plazo del préstamo podrá pactarse libremente por las partes, sin que pueda exceder de 360 días, pudiendo prorrogarse, sin que cada prórroga exceda del plazo mencionado.

Los préstamos de valores deberán estar garantizados por el prestatario, a no ser que éste sea una institución de crédito. La garantía puede ser constituida con efectivo, valores o carta de crédito irrevocable expedida por alguna institución de crédito. El administrador de la garantía recibe el nombre de custodio de la garantía, y puede serlo alguna casa de bolsa, institución de crédito o la institución para el depósito de valores que elijan las partes, siempre que no sea prestatario en la operación. Una vez que el prestatario restituye al prestamista los valores objeto del préstamo, las garantías son liberadas.

### **Reglas para la Emisión y Operación de Tarjetas de Crédito Bancarias**

Con el propósito de dar al público mayores elementos para conocer y comparar los beneficios y el costo efectivo de los financiamientos que reciben por el uso de tarjetas de crédito bancarias, así como de incorporar otras medidas en beneficio de los deudores, a fin de dar mayor transparencia e información a estos últimos respecto del costo financiero implícito en la utilización de las mencionadas tarjetas, el Banco de México publicó el 18 de diciembre de 1995, en el Diario Oficial de la Federación, las Reglas a las que habrán de sujetarse las instituciones de banca múltiple en la emisión y operación de tarjetas de crédito bancarias.<sup>182</sup>

En las citadas reglas se instruye a las instituciones para que en los contratos de apertura de crédito que celebren pacten una sola tasa de interés, que podrá ser fija o, en su caso, modificarse en función de las variaciones de una sola tasa de referencia. En

---

<sup>181</sup> Circulares 2017/95, 10-195, del 15 de marzo de 1995, dirigidas a las instituciones de crédito y a las casas de bolsa, respectivamente, y 2/95 del 10 de marzo de 1995, dirigida a las sociedades de inversión comunes y en instrumentos de deuda.

<sup>182</sup> Estas reglas entraron en vigor el 1º de febrero de 1996.

consecuencia, las instituciones no podrán pactar que la tasa de interés aplicable en las citadas operaciones sea la más alta de varias tasas de referencia.

Las instituciones acordarán con sus acreditados la tasa de interés que vayan a aplicar; sin embargo, únicamente podrá pactarse una tasa de interés ordinaria y, en su caso, una tasa de interés moratoria; la tasa de interés deberá expresarse conforme alguna de las tres opciones siguientes: a) puntos porcentuales y/o sus fracciones, fijos; b) puntos porcentuales y/o sus fracciones, fijos que se adicionen a la tasa de referencia que se elija de entre las tasas siguientes: i) la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE), ii) la tasa de rendimiento en colocación primaria de CETES, iii) el CPP que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación; o c) estableciendo el número de puntos porcentuales máximo y mínimo que podrán sumar a una de las mencionadas tasas de referencia y que dentro de dicho rango, la tasa de interés aplicable se ajuste al alza o a la baja, según resulte, al sumar a la tasa de referencia utilizada, los puntos porcentuales o sus fracciones, que se obtengan de aplicar a dicha tasa de referencia, el porcentaje que acuerden con sus clientes.

Se prohibió a las instituciones modificar los términos y condiciones de los contratos de apertura de crédito durante su vigencia -la cual no podrá ser menor de un año- salvo en lo que se refiere a la ampliación del límite del crédito, el que podrá ser disminuido unilateralmente por la institución o ampliado sin necesidad del consentimiento del acreditado en un porcentaje que no exceda del incremento que tenga el Índice Nacional de Precios al Consumidor que publica el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación.

Se dispuso que las instituciones deberán contratar un seguro que ampare los riesgos derivados del extravío o robo de las tarjetas de crédito, o bien, asumírselos de manera directa; así como contratar un seguro que cubra el pago de los saldos que subsistan al fallecimiento del acreditado hasta por el límite pactado, o bien condonarlos.

Se previó que las instituciones sólo podrán entregar tarjetas previa solicitud hecha por el interesado, y que la entrega de las tarjetas deberá hacerse al titular o a la persona que al efecto se identifique dentro del domicilio del tarjetahabiente, no debiendo enviarlas por correo, salvo que en los sistemas de la institución de que se trate, la posibilidad de utilizar las tarjetas que se envíen, se encuentre condicionada a que el titular lo solicite expresamente a través de dispositivos electrónicos, por vía telefónica o directamente en las sucursales de la institución.

Se permitió que las instituciones que así lo deseen, puedan seguir utilizando los formularios para solicitar y contratar el uso de tarjetas de crédito que tenían anteriormente, pero al enviar al usuario su tarjeta deberán acompañar un documento en el que se establezcan las nuevas condiciones del contrato que resulten de las citadas modificaciones.

### **Costo porcentual promedio de captación de operaciones denominadas en Unidades de Inversión**

En noviembre de 1995,<sup>183</sup> el Banco de México publicó la resolución por la cual inició la estimación mensual del costo porcentual promedio de captación por concepto de tasa de interés de los pasivos denominados en UDIS, a cargo del conjunto de las instituciones de

<sup>183</sup> Diario Oficial de la Federación del 6 de noviembre de 1995.

banca múltiple del país, excepto de aquellos que se deriven de obligaciones subordinadas susceptibles de convertirse en títulos representativos del capital social de instituciones de crédito, del otorgamiento de avales y de la celebración de operaciones entre instituciones de crédito.

Se determinó que la referida estimación sería dada a conocer por el Banco de México a partir del mes de noviembre en el Diario Oficial de la Federación, en algún día de los comprendidos del 21 al 25 de cada mes.

#### **Reformas a leyes financieras.**

Reformas a las Leyes Financieras publicadas en el Diario Oficial de la Federación el 15 de febrero de 1995. Las reformas tuvieron como objeto el fortalecimiento de la estructura de las entidades financieras, así como mejorar su organización y funcionamiento, con el fin de que la actividad financiera realizada por éstas, contribuya en la ejecución de las políticas de estabilización y crecimiento de la economía nacional.

En virtud de lo anterior, fue necesario fortalecer el capital social de las entidades que integran nuestro sistema financiero, facilitando para ello el acceso a los inversionistas nacionales y extranjeros que contaran con recursos para tal fin. Por tal motivo, el Ejecutivo decidió impulsar la modificación de la estructura accionaria del capital social de controladoras de grupos financieros, instituciones de banca múltiple y casas de bolsa, permitiendo una mayor participación de personas morales mexicanas y de extranjeras, lo que pretendió favorecer la existencia de alianzas estratégicas que habrían de traducirse en una elevación de los niveles de eficiencia en el sistema financiero.

#### **Reformas a las Leyes Financieras publicadas en el Diario Oficial de la Federación el día 17 de noviembre de 1995.**

En estas reformas se proporcionaron importantes modificaciones, tales como: El fortalecimiento de la protección de los intereses del público; la modificación de la estructura accionaria de algunos intermediarios financieros, así como la adopción de medidas para coadyuvar a la prevención y combate al lavado de dinero.

En virtud de lo anterior, se propusieron diversas reformas a la Ley de instituciones de Crédito y a la del Mercado de Valores, con el objeto de dotar de mayores facultades a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, para proteger eficazmente los intereses de los usuarios del servicio de banca y crédito permitiéndole revisar los diversos modelos de contratos a fin de verificar que no contuvieran estipulaciones confusas que no permitieran a la clientela conocer el alcance de las obligaciones pactadas. Asimismo, con el fin de contribuir a establecer una relación mas equilibrada ente las instituciones y sus clientes, la Comisión podría suplir la deficiencia en las reclamaciones presentadas en beneficio de los usuarios de la banca.

Por otro lado, se previó la facultad de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para dictar a los intermediarios financieros, incluyendo a sus funcionarios y empleados, lineamientos, medidas y mecanismos necesarios para prevenir y controlar la comisión del delito de lavado de dinero.

Por último, también se reformaron la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y la Ley Federal de Instituciones de Fianzas, para modificar la estructura accionaria del capital de estas entidades financieras, facilitando con ello el acceso a los

inversionistas nacionales y extranjeros. Asimismo, para propiciar un mayor número de alianzas estratégicas entre los inversionistas mencionados anteriormente, se redujo de 99% a 51% la proporción accionaria de las filiales constituidas como sociedades financieras de objeto limitado, organizaciones auxiliares del crédito e instituciones de seguros y fianzas, que obligatoriamente debe ser propiedad de una institución financiera del exterior directa o indirectamente.

### **Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.**

En virtud de los procesos de reforma e integración a nivel mundial que nuestra economía ha vivido en los últimos años, se hizo necesario consolidar en un solo órgano desconcentrado las funciones atribuidas a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores, por lo que en abril de 1995 se expidió la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.<sup>184</sup>

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores aglutinó las funciones y facultades de las dos comisiones antes citadas y comprendió en su esfera de atribuciones a todas las instituciones del sistema financiero, excepción hecha de las correspondientes al sector asegurador y afianzador.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores conservó las facultades de autoridad que anteriormente tenían las comisiones supervisoras, complementándolas con la de establecer programas o acuerdos preventivos y de corrección, de cumplimiento forzoso para las entidades financieras, tendientes a eliminar desequilibrios financieros que puedan afectar su liquidez, solvencia o estabilidad.

Se le otorgó la facultad de dictar normas prudenciales orientadas a preservar la liquidez, la solvencia y la estabilidad de los intermediarios, tales como reglas de diversificación de riesgos, de capitalización y de creación de provisiones preventivas.

La administración del nuevo órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, quedó conferida a una junta de gobierno y a un presidente.

### **Reglas Generales de las Sociedades de Información Crediticia.**

El 15 de febrero de 1995 se expidieron en el Diario Oficial de la Federación las Reglas Generales a que deberán sujetarse las Sociedades de Información Crediticia a que se refiere el artículo 33 de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.

Estas sociedades tienen como finalidad la prestación de servicio de información sobre operaciones activas y otras de naturaleza análoga, realizadas por entidades financieras. Las sociedades de información crediticia sólo pueden prestar sus servicios a aquellos usuarios que cuenten con autorización expresa y por escrito de cada uno de los sujetos investigados, en donde conste de manera fehaciente que conocen la naturaleza y alcance de la información que se solicitará. En caso que alguna sociedad de información crediticia proporcione información a usuarios que no cuenten con la autorización referida, se entenderá como violación al secreto bancario.

---

<sup>184</sup> La Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores se publicó el 28 de abril de 1995 en el Diario Oficial de la Federación.

La autorización para organizarse y operar este tipo de sociedades es discrecional y compete otorgarla a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, oyendo la opinión del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Las sociedades de información crediticia pueden intercambiar o proporcionar información con otras sociedades del mismo tipo; sin embargo, deben adoptar las medidas de seguridad y control necesarias para evitar el manejo indebido de la información.

## **LA REFORMA AL SISTEMA DE PAGOS**

En 1994 este Instituto Central inició una reforma integral al sistema de pagos del país. El objetivo final de la reforma consiste en garantizar que los pagos sean expeditos, seguros e irreversibles, lo cual resulta esencial para minimizar los riesgos intrínsecos a las transacciones financieras en que incurrir los distintos agentes económicos, así como para propiciar la adecuada instrumentación de la política monetaria. Los principios rectores de la reforma, así como sus principales componentes, fueron presentados en el Informe Anual del Banco de México correspondiente al ejercicio de 1994.

Durante 1995, el Banco de México trabajó estrechamente con los intermediarios financieros, especialmente con las instituciones de crédito, para continuar instrumentando la reforma y poder así alcanzar los objetivos planteados, procurando en todo momento no obstaculizar el adecuado funcionamiento de los mercados financieros.

### **La Reforma durante 1995**

#### ***Pagos de alto valor***

Con respecto al sistema de pagos electrónicos de alto valor, se realizaron varias actividades durante 1995. Tal como fue anunciado en noviembre de 1994 por las autoridades del Banco Central, el Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA) entró en operación durante el mes de marzo de 1995.

El objetivo de este sistema era brindar un medio para efectuar pagos de alto valor en forma inmediata, brindando así una alternativa al uso del cheque para la liquidación de operaciones financieras y otras de montos considerables.

La utilización del SPEUA en lugar de cheques resulta ventajoso para los agentes involucrados en el proceso de pago, pues reduce el trámite en la administración del pago y del cobro, proporciona un mejor control de los fondos, garantiza que los pagos sean definitivos y abate considerablemente el riesgo de fraude. Además, en la medida en que se da dicha sustitución, se disminuye el riesgo derivado de la liquidación de las cámaras de compensación de cheques.

Desde marzo y hasta agosto de 1995 el sistema operó entre intermediarios financieros (bancos y casas de bolsa). A partir del mes de septiembre los clientes de estas instituciones también tienen acceso al SPEUA.

El SPEUA basa su operación en el otorgamiento de crédito entre las instituciones crediticias mediante el establecimiento de lo que se conoce como "líneas bilaterales de exposición al riesgo". El establecimiento de estas líneas de crédito permite que el riesgo de crédito de las transferencias electrónicas interbancarias que tienen lugar en el sistema incida en gran medida en las instituciones participantes y solo marginalmente en el Banco de México. Con el fin de limitar el riesgo que las instituciones de crédito pueden asumir en

este sistema, el Banco de México impuso límites al monto de crédito que cada participante en el SPEUA puede otorgar a sus contrapartes.

El uso de este medio de pago se incrementó continuamente desde su inicio llegando, en diciembre de 1995, a un total de pagos por más de 85 mil millones de pesos en aproximadamente 1,500 transacciones diarias. Cabe señalar que estas cifras incluyen transferencias de crédito que los bancos hacen de su cuenta en el SPEUA a su cuenta corriente en el SIAC-BANXICO (Sistema de atención a cuentahabientes de Banco de México) y viceversa.

El monto neto de las transferencias referidas es aproximadamente igual a un tercio del total de pagos. Al cierre de la operación del SPEUA, la liquidación de las operaciones tramitadas se efectúa por conducto del SIACBANXICO.

Es decir, los saldos netos resultantes de la operación, tanto a cargo como a favor de las instituciones participantes, se liquida en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México.

#### ***Modificaciones a la liquidación de las cámaras de compensación de documentos de pago***

El 21 de septiembre el Banco de México expidió una disposición que modifica la forma de liquidar en el SIACBANXICO los resultados de las cámaras de compensación de documentos. La modificación consistió en eliminar la retroactividad de un día a la aplicación de los cargos y los abonos resultantes de la compensación de cheques en las cuentas corrientes que el Banco de México le lleva a los bancos. La nueva reglamentación entró en vigor el 4 de enero de 1996.

Con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva reglamentación, los bancos que presentaban un cheque en cámara para su cobro, recibían ese pago con la misma fecha valor a la de la presentación del documento en cámara. Esto permitía operaciones de pago "mismo día" mediante la utilización de cheques.

La situación descrita propiciaba la incurrancia en altos riesgos de fraude, a la vez que los montos compensados en las cámaras alcanzaban niveles por montos importantes lo cual generaba un riesgo de proporciones considerables para el Banco de México y para todo el sistema financiero. La introducción del SPEUA brindó una alternativa al pago con cheque y permitió modificar la reglamentación en la forma descrita. Con ello se logró abatir los riesgos referidos en forma substancial.

Las primeras cifras de 1996 muestran que el monto de los documentos compensados diariamente en las cámaras descendió de aproximadamente 60 mil millones de pesos a principios de 1995 a 6 mil millones en la primera semana de 1996. Esta disminución será aún mayor en la medida que cada vez más pagos de alto valor se canalicen a través del SPEUA.

Cabe mencionar que el número de cheques presentados en cámara, si bien disminuyó, dicha disminución fue comparativamente menor que el monto compensado. Esto refleja el hecho de que fueron los pagos por montos considerables los que comenzaron a realizarse a través del SPEUA, mientras que el cheque sigue utilizándose para efectuar pagos y transferencias interbancarias de montos relativamente pequeños.

## ***Modificaciones a la reglamentación sobre el manejo de las cuentas corrientes de los bancos en Banco de México***

El 3 de marzo de 1995, el Banco de México emitió una nueva reglamentación para el manejo de las cuentas corrientes que les lleva a las instituciones de crédito.

Mediante dicha regulación se estableció que las instituciones podrían sobregirarse en sus cuentas corrientes con este Instituto Central hasta por el valor de los títulos gubernamentales y bancarios que previamente hayan otorgado en garantía al Banco de México. No obstante lo anterior, el Banco Central acepta sobregiros en exceso de las garantías cuando dichos sobregiros se derivan de los cargos resultantes de la liquidación de cierto tipo de operaciones especiales tales como: la liquidación de las cámaras de compensación de documentos; la liquidación del SPEUA; el retiro de billetes de cajas del Banco de México; el cobro de los créditos otorgados en subasta por el Banco de México a esas instituciones, así como cualquier otra obligación a cargo de una institución y a favor del Banco de México.

Adicionalmente, a partir del mes de abril se introdujo un mecanismo que le permite a este Instituto Central cobrar una pena convencional sobre los sobregiros en la cuenta única de las instituciones de crédito que no se encuentren garantizados.

Es preciso mencionar que, el establecimiento de estos límites y penalizaciones a los sobregiros de la banca en su cuenta corriente con el Banco de México le permite a este Instituto Central contar con instrumentos adicionales para el eficaz manejo de la política monetaria.

### ***Pagos electrónicos al menudeo***

Así como el SPEUA es un sustituto del cheque para efectuar pagos de alto valor, el Sistema de Pago Interbancario administrado por CECOBAN es un sustituto del cheque para pagos al menudeo que pueden programarse con anticipación.

De tal forma que las empresas y corporaciones que utilicen este sistema podrán realizar sus transferencias de dinero en forma ágil e inmediata mediante el pago electrónico, disminuyendo así los riesgos asociados al uso del cheque.

Durante 1995 el Banco de México promovió este sistema de pagos, logrando que todos los bancos con una red importante de sucursales participen en este servicio, por lo que este sistema muy pronto podrá dar servicio en prácticamente todo el territorio nacional. Durante 1995 también se sentaron las bases para que este sistema empiece a operar en su modalidad de cobranza.

### ***Sistema de liquidación de valores gubernamentales y bancarios***

En la operación de los mercados financieros, una de las principales fuentes de riesgo, tanto de crédito como de tipo sistémico, es la liquidación de las transacciones con valores. Los riesgos de las operaciones con valores se derivan de la separación existente entre la entrega de títulos y su pago correspondiente. Aquel participante que entrega títulos sin haber recibido el contravalor en pesos corre el riesgo de quedarse sin títulos y sin dinero. La misma situación se presenta si se pagan títulos que aún no se han recibido.

Varios países han remediado esta situación adoptando un esquema de liquidación en el cual la entrega de los títulos y el correspondiente pago ocurren simultáneamente. Como parte de la reforma al sistema de pagos, el Banco de México incluyó el diseño y puesta en

marcha de un esquema de esta naturaleza. Hacia finales de 1994, se decidió que tal esquema, conocido como de "entrega contra pago", funcionara con valores gubernamentales y bancarios dentro del sistema que administra la S.D. Indeval.

Durante 1995, se instauró el marco jurídico en el cual la práctica de "entrega contra pago" tendría lugar. Se desarrollaron los sistemas de cómputo pertinentes y se diseñaron los procedimientos operativos correspondientes.

Cabe señalar que bajo el mencionado sistema, el Banco de México dejará de llevarles cuentas de valores gubernamentales a los intermediarios financieros, y solamente lo hará para el Indeval.

Por otra parte, el Indeval llevará las cuentas de tenencias de tales títulos a bancos y casas de bolsa así como a algunos otros tenedores de valores.

Desde el punto de vista informático, el sistema de "entrega contra pago" es un sistema complejo en el cual participan el Banco de México, Indeval, La Bolsa Mexicana de Valores y todos los bancos y casas de bolsa del sistema financiero. La operación del sistema se sustenta en líneas de crédito que Banco de México otorga a los bancos y en líneas de crédito que los bancos otorgan a las casas de bolsa.

El ejercicio de tales líneas se encuentra siempre respaldado por las tenencias propias de valores de los intermediarios, de tal forma que al final del día, cuando las líneas mencionadas tienen que pagarse, el crédito que Banco de México tenga que otorgar por virtud de la liquidación de este sistema, quedará automáticamente garantizado. El sistema descrito comenzó a funcionar durante 1996.

## Anexo VIII

### Balance del Banco de México

Es importante tener en cuenta los principales rubros del Estado de Cuentas que de manera semanal y mensual publica el banco central y que en los últimos diez años ha avanzado de tener escasos 2 ó 3 rubros a los once que hoy lo componen. Además, se cuenta con toda una serie de información desglosada que permite evaluar de mejor manera la intervención del Banco de México en el mercado del dinero.

A principios de la crisis la información era sumamente escueta. Para 1997, el Estado de Cuentas del banco central había evolucionado y detallaba más información como se puede ver a continuación.



# BANCO DE MEXICO

Fecha:

3 de  
enero  
de 1997  
01

Número:

Estado de Cuenta del Banco de México  
Crédito interno neto  
Reserva internacional  
Base monetaria  
Utilización de financiamiento para la estabilización cambiaria  
Circulación de valores gubernamentales  
Operaciones con el FOBAPROA

#### CUADRO 1

INFORMACIÓN SOBRE LOS PRINCIPALES RENGLONES DEL  
ESTADO DE CUENTA DEL BANCO DE MÉXICO  
(Saldos preliminares en millones de pesos)

	27 de Diciembre	31 de Diciembre
ACTIVO		
Reserva Internacional <sup>1/</sup>	134,817	137,803
(En millones de dólares)	(17,172)	(17,509)
Reserva Internacional Bruta	152,333	153,736
Pasivos a menos de 6 meses	-17,516	-15,933
Tenencia de Valores Gubernamentales <sup>2/</sup>	10,405	10,488
Crédito al Gobierno Federal	0	0
Crédito a Intermediarios Financieros	102,829	82,195
Reportos de Valores	0	0
Banca Comercial	15,464	11,501
Banca de Desarrollo	381	368

Fobaproa	46,042	29,368
Fameval	2,899	2,915
Fideicomisos de Fomento	38,043	38,043
<b>PASIVO NETO Y CAPITAL CONTABLE</b>		
Base Monetaria	87,434	83,991
Billetes y Monedas en Circulación	87,215	83,991
Depósitos bancarios en Cuenta Corriente <sup>3/</sup>	219	0
Otros Depósitos Bancarios <sup>4/</sup>	13,022	16,063
Depósitos del Gobierno Federal <sup>5/</sup>	14,675	16,124
Depósitos de Fobaproa	18,092	18,324
Depósitos de Fameval	405	407
Depósitos de Fideicomisos	1	1
Depósitos de Empresas y Organismos Públicos	13	12
Pasivos con el Fondo Monetario Internacional	104,082	104,508
Otros Pasivos y Capital Contable, Neto de Otros Activos	10,329	-8,943

1/ Según se define en los Artículos 19 y 20 de la Ley del Banco de México.

2/ Neto de los depósitos de regulación monetaria.

3/ Se consigna el saldo neto acreedor del conjunto de dichas cuentas; en caso de saldo neto deudor, éste se incluye en el rubro de crédito a intermediarios financieros (banca comercial y banca de desarrollo).

4/ Incluye depósitos de la banca comercial en moneda nacional por concepto de Procapte, TIIP y TIIE, así como depósitos a plazo de las bancas comercial y de desarrollo en moneda nacional y extranjera.

5/ Incluye depósitos en cuenta corriente más otros depósitos en moneda nacional y extranjera.

**CUADRO 2**  
**CRÉDITO INTERNO NETO**  
(en millones)

	SALDOS			FLUJOS EFECTIVOS	
	29/Dic./95	27/Dic/96	31/Dic/96	Del 27 al 31 de diciembre	Acumulados en el año al 31 de diciembre
(A) Base Monetaria (Pesos)	66,809	87,434	83,991	-3,443	17,182
(B) Activos Internacionales Netos <sup>1/</sup> (Pesos) <sup>2/3/</sup>	-264	44,752	45,873	1,012	45,442
Activos Internacionales Netos (Dólares de EE.UU.)	-35	5,700	5,829	129	5,864
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>3/</sup>	67,073	42,682	38,118	-4,455	-28,260

1/ De acuerdo con lo mencionado en el Programa de Política Monetaria del Banco de México para el ejercicio del 1 de enero al 31 de diciembre de 1996, los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo

que se restan los pasivos con el FMI y los pasivos a menos de seis meses derivados de convenios con bancos centrales. Las tenencias de oro se valúan a la cotización registrada el 29 de diciembre de 1995.

2/ Para la conversión de dólares a pesos de las variaciones de los activos internacionales netos, se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

3/ Las diferencias en saldos de activos internacionales netos no corresponden al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día del reporte, mientras que los flujos efectivos se estiman conforme a lo establecido en el pie de página anterior. Esta consideración también explica el que las diferencias en saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

#### CUADRO 3

Utilización de Líneas de Financiamiento para Estabilización Cambiaria  
Obtenidas de las Autoridades Financieras del Extranjero  
(Cifras en millones de dólares de E.U.<sup>1/</sup>)

	29/DIC/95	29/NOV/96	31/DIC/96
Total	11,959	3,500	3,500
Pasivos del Banco de México	1,459	0	0
Pasivos del Gobierno Federal	10,500	3,500	3,500

<sup>1/</sup> El monto de los apoyos recibidos en monedas distintas del dólar de E.E.U.U.A. está convertido a dicha moneda al tipo de cambio vigente a la fecha respectiva.

#### CUADRO 4

Saldo de Valores Gubernamentales en Poder del Público  
(Cifras en millones)

	29/DIC/95	31/DIC/96
CETES (Pesos)	48,213	63,946
BONDES (Pesos)	35,935	59,596
AJUSTABONOS (Pesos)	41,200	26,489
UDIBONOS (Unidades de Inversión)	-----	3,050
TESOBONOS (Dólares de EE.UU.A.)	246	0
TOTAL EN MONEDA NACIONAL <sup>1/</sup>	127,226	155,248

1/ Para hacer la suma, el importe en dólares de los Tesobonos se convirtió a moneda nacional al tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera que publica el Banco de México en sus Indicadores Económicos. Para ese mismo propósito, el importe de los Udibonos se convirtió a moneda nacional utilizando el valor de las unidades de inversión (UDIS) al cierre de mes.

Operaciones con el FOBAPROA

Al cierre de diciembre de 1996, el saldo de los apoyos del Banco de México al Fondo Bancario de Protección del Ahorro (Fobaproa) fue de 29,368 millones de pesos, de los cuales 11,890 millones de pesos corresponden al programa llamado PROCAPTE. Por otra parte, dicho fideicomiso tiene depósitos en el banco central por 18,323 millones de pesos.

#### Comentarios del Banco de México a su información

De acuerdo con el artículo 55 de la Ley del Banco de México, este Instituto Central deberá entregar al Gobierno Federal el importe íntegro de su remanente de operación una vez constituidas las reservas previstas en la misma Ley. Dicha entrega se efectuará a más tardar en el mes de abril del ejercicio inmediato siguiente al que corresponda el

remanente. Al amparo de este artículo, el 31 de diciembre de 1996 el Banco de México hizo una entrega de 20,000 millones de pesos al Gobierno Federal correspondiente al importe estimado del remanente de operación del ejercicio 1996. Por su parte, el Gobierno Federal aplicó la totalidad de estos recursos para amortizar parte del adeudo de FOBAPROA con el Banco de México. La transferencia del remanente de operación del Instituto Central al Gobierno Federal no tuvo impacto monetario.

Como resultado de lo anterior, algunos de los principales renglones del Estado de Cuenta del Banco de México al 31 de diciembre de 1996 sufrieron variaciones. En el activo, el crédito a FOBAPROA se redujo de 46,042 millones de pesos a 29,368 millones. En el grupo del Pasivo Neto y Capital Contable, el rubro de "Otros Pasivos y Capital Contable, Neto de Otros Activos" pasa de 10,329 millones de pesos a -8,943 millones, al efectuar la aplicación del remanente estimado del Banco. Este último rubro se presenta negativo, como consecuencia de que una vez realizada la referida transferencia, el importe de Otros Activos resulta superior (efecto de resta), al importe que corresponde a Otros Pasivos y Capital Contable. Es conveniente apuntar que en el estado de cuenta definitivo para el cierre del año, al presentarse por separado el rubro de "Otros Pasivos y Capital Contable, Neto de Otros Activos" no se mostrarán cifras negativas.

En el periodo del 27 al 31 de diciembre de 1996, los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron 129 millones de dólares, por los conceptos siguientes:

- a) Ingresos netos por operaciones con PEMEX por un monto de 93 millones de dólares.
  - b) Ingresos por compras netas de divisas al Gobierno Federal por 45 millones de dólares.
  - c) Resultado neto negativo, por 9 millones de dólares, de: el cambio de valor, en términos de dólares de los EE.UU., de las divisas distintas de esta moneda que integran los activos y pasivos internacionales de la Institución; los rendimientos netos por intereses o por compraventa de metales y de valores sobre el exterior; y la variación de los saldos de los depósitos denominados en dólares de la banca comercial en este Instituto Central.
- Durante este mismo lapso, la base monetaria se contrajo en 3,443 millones de pesos como consecuencia de la disminución estacional en la demanda de billetes y monedas.

En el periodo señalado, el Banco de México aumentó su crédito a FOBAPROA en 3,325 millones de pesos. Esta transacción no tuvo impacto monetario, pues la institución de crédito que recibió apoyo del citado fideicomiso constituyó un depósito de retiro condicionado en este Instituto Central.

Asimismo, del 27 al 31 de diciembre, el saldo de los depósitos del Gobierno Federal en el Banco de México registró un aumento neto de 1,449 millones de pesos, principalmente como resultado de la recaudación de impuestos menos las transferencias de recursos por parte de la Tesorería de la Federación a las entidades federativas. El crédito del Banco Central a la banca comercial disminuyó en 3,963 millones de pesos, para compensar la contracción de liquidez proveniente de la disminución en la demanda de base monetaria, una vez considerados: el aumento de los activos internacionales netos, el aumento en los depósitos del Gobierno Federal, así como los cambios en otros factores de menor cuantía.

A casi 10 años de la crisis financiera que obligó al banco central a dar más información, se cuenta con la siguiente presentación. Azul por cierto y ya no negro y oro

**A continuación se presenta el más reciente formato del Balance del Banco Central que resume la información más importante de su papel dentro de los mercados financieros:**



# BANCO DE MÉXICO

Comunicado de Prensa

6 de abril de 2004

## Boletín Semanal sobre el Estado de Cuenta del Banco de México

### Estado de Cuenta del Banco de México

#### Principales Renglones del Estado de Cuenta del Banco de México

Saldos preliminares en millones de pesos

	Marzo 28 de 2004	Marzo 31 de 2004	Abril 2 de 2004
<b>Activo</b>			
1) Reserva Internacional <sup>1)</sup>	645,840	659,864	658,008
(En millones de dólares)	(58,406)	(59,049)	(58,848)
Reserva Internacional Bruta	680,085	689,029	682,290
Pasivos a menos de seis meses	-34,245	-29,165	-24,282
2) Crédito al Gobierno Federal	0	0	0
3) Valores Gubernamentales <sup>2)</sup>	0	0	0
4) Crédito a Intermediarios Financieros y Deudores por Reporto	92,389	95,589	97,717
Deudores por Reporto de Valores	0	0	0
Banca Comercial	60,886	56,435	49,012
Banca de Desarrollo	6,450	14,101	23,652
Fideicomisos de Fomento	25,053	25,053	25,053
5) Crédito a Organismos Públicos	68,097	68,136	68,152
IPAB <sup>3)</sup>	68,097	68,136	68,152
<b>Pasivo Neto y Capital Contable</b>			
6) Fondo Monetario Internacional	0	0	0
7) Base Monetaria	263,168	267,425	275,714
Billetes y Monedas en Circulación	263,168	267,425	275,714
Depósitos Bancarios en Cuenta Corriente <sup>4)</sup>	0	0	0
8) Bonos de Regulación Monetaria <sup>5)</sup>	233,941	234,109	236,454
9) Depósitos del Gobierno Federal <sup>6)</sup>	141,887	147,251	139,148
10) Depósitos de Intermediarios Financieros y Acreedores por Reporto	185,323	185,274	185,448
Acreedores por Reporto de Valores	0	0	0
Banca Comercial <sup>7)</sup>	150,875	150,825	151,000
Banca de Desarrollo <sup>8)</sup>	32,941	32,942	32,941
Fideicomisos	1,507	1,507	1,507
11) Otros Pasivos y Capital Contable, Neto de Otros Activos	-17,993	-10,470	-12,887
<b>Memorándum:</b>			
Activos Internacionales Netos	680,603	689,543	682,814
(En millones de dólares)	(61,550)	(61,705)	(61,066)

1/ Según se define en la Ley del Banco de México.

2/ La posición de valores gubernamentales se obtiene como la diferencia entre las tenencias de valores gubernamentales y los depósitos de regulación monetaria.



# BANCO DE MÉXICO

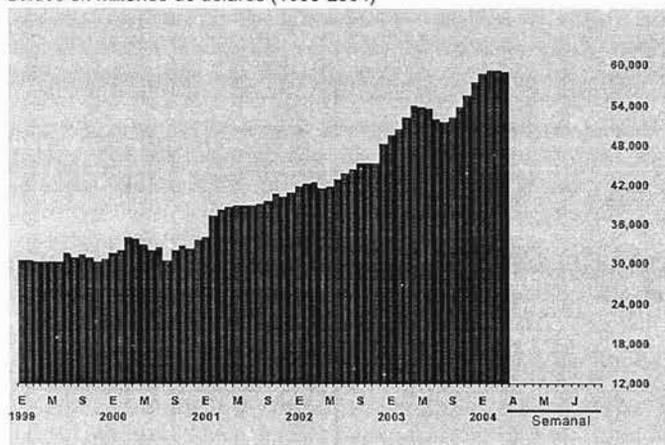
Comunicado de Prensa

## Reserva Internacional

- Al 2 de abril de 2004, el saldo de la reserva internacional fue de 58,848 millones de dólares (m.d.), cifra superior en 1,413 m.d. al del cierre de 2003 (57,435 m.d.).

### Reserva Internacional

Saldos en millones de dólares (1999-2004)



- Del 29 de marzo al 2 de abril de 2004, la reserva internacional tuvo un aumento de 442 m.d. Los factores que explican dicho incremento se presentan en el siguiente cuadro.

### Reserva Internacional

En millones de dólares

	Saldos				Flujos	
	31/Dic/03	26/Mar/04	31/Mar/04	2/Abr/04	Del 29 de marzo al 2 de abril de 2004	Acumulados en el año al 2 de abril de 2004
(A) Reserva Internacional <sup>1/</sup> [(B)-(C)]	57,435	58,406	59,049	58,848	442	1,413
(B) Reserva Bruta	59,028	61,503	61,859	61,020	-483	1,991
Pemex					-65	2,854
Gobierno Federal					-65	910
Venta de dólares a la banca <sup>2/</sup>					-225	-2,028
Otros <sup>3/</sup>					-69	246
(C) Pasivos a menos de seis meses <sup>4/</sup>	1,593	3,097	2,810	2,172	-625	578

<sup>1/</sup> Según se define en la Ley del Banco de México. Cifras preliminares. La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo.

<sup>2/</sup> No considera las ventas de divisas pendientes de liquidación, la cual usualmente se realiza el segundo día hábil bancario siguiente. Estas operaciones pendientes de liquidar constituyen un pasivo a menos de seis meses y se incluyen en el renglón (C).

<sup>3/</sup> Incluye los rendimientos de los activos internacionales y otras operaciones.

<sup>4/</sup> Se refiere a los pasivos en moneda extranjera a un plazo menor a seis meses y se componen principalmente por las cuentas corrientes en moneda extranjera del Gobierno Federal y PEMEX.

- En el periodo analizado, mientras los activos internacionales netos disminuyeron 483 m.d., la reserva internacional creció 442 m.d. Esta diferencia se debe a la reducción de los pasivos a menos de seis meses del Banco Central como resultado, principalmente, del retiro realizado por Pemex de su cuenta corriente en moneda extranjera en el Banco de México por 801 m.d.



# BANCO DE MEXICO

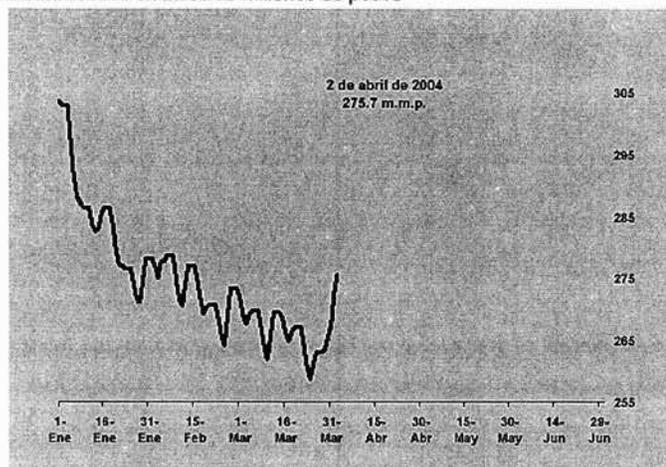
Comunicado de Prensa

## Activos Internacionales Netos, Base Monetaria y Crédito Interno Neto

- En la semana considerada, la base monetaria aumentó 12,546 millones de pesos (m.p.) alcanzando un saldo de 275,714 m.p. lo que significó una variación anual de 17.2 por ciento.

### Base Monetaria en 2004

Saldos diarios en miles de millones de pesos



- La mayor demanda de base monetaria, en combinación con la disminución de los activos internacionales dio como resultado un incremento del crédito interno neto por 17,919 m.p. durante la semana de referencia.

### Base Monetaria, Activos Internacionales Netos y Crédito Interno Neto

En millones

	Saldos				Flujos Efectivos <sup>2/</sup>	
	31/Dic/03	26/Mar/04	31/Mar/04	2/Abr/04	Del 29 de marzo al 2 de abril de 2004	Acumulados en el año al 2 de abril de 2004
(A) Base Monetaria (Pesos)	303,614	283,168	287,425	275,714	12,546	-27,900
(B) Activos Internacionales Netos <sup>1/</sup> (Pesos) <sup>2/</sup>	663,657	690,603	689,543	682,814	-5,373	21,617
Activos Internacionales Netos (Dólares de E.U.)	59,059	61,550	61,705	61,066	-483	2,007
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>2/</sup>	-360,043	-417,435	-422,119	-407,100	17,919	-49,517

<sup>1/</sup> Los activos internacionales netos se definen en el glosario.

<sup>2/</sup> Para la estimación de los flujos efectivos de los activos internacionales netos en moneda nacional se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia en saldos expresados en moneda nacional no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día del reporte. Esta consideración también explica el que las diferencias en saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados. Adicionalmente, la suma de las partes puede no coincidir debido al redondeo.

# BANCO DE MEXICO

Comunicado de Prensa

## Operaciones de Mercado Abierto <sup>1/</sup>

Intervención del Banco de México en el Mercado de Dinero <sup>1/</sup>

Flujos acumulados del 29 de marzo al 2 de abril de 2004 en millones de pesos

(A) Usos de la Base Monetaria (1 + 2)	12,546
(1) Billetes y Monedas	12,546
(2) Depósitos Bancarios en Cuenta Corriente	0
(B) Fuentes de la Base Monetaria (A)	12,546
(3) Operaciones Cambiarias Netas entre el Banco de México y la Banca <sup>2/</sup>	-2,501
(4) Otras Fuentes Autónomas <sup>3/</sup>	12,409
(5) Cambio en el Crédito Interno Neto por Operaciones de Mercado Abierto (A - 3 - 4) <sup>4/</sup>	2,639
(a) Vencimiento de Operaciones de Mercado Abierto Previamente Concertadas <sup>4/</sup>	-53,194
(b) Intervención en el Mercado de Dinero (5 - a) <sup>4/</sup>	55,833
<b>Memorándum:</b>	
La Intervención en el Mercado de Dinero (5b) incluye el Cambio en el Objetivo de Saldos Diarios:	
Cambio en el Objetivo de Saldos Diarios (c - d)	0
(c) Objetivo de Saldos Diarios al 02/04/2004	-33
(d) Objetivo de Saldos Diarios al 26/03/2004	-33

1/ La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo.

2/ Subastas realizadas conforme a la Circular-Telefax 18/2003.

3/ Comprende a las transacciones con impacto monetario que el Banco de México efectúa con el Gobierno Federal, Pemex y otras entidad

4/ Un signo positivo (negativo) indica un incremento (reducción) en el saldo de las cuentas corrientes de la banca en Banco de México.

- Del 26 de marzo al 2 de abril de 2004 el Banco de México mantuvo sin cambio objetivo de saldos diarios en -33 m.p.
- En la semana del 29 de marzo al 2 de abril de 2004, el Banco de México realizó operaciones en el mercado de dinero por 55,833 m.p. para compensar las siguientes variaciones con impacto monetario:
  - a) Una disminución de la liquidez por el vencimiento de operaciones de mercado abierto previamente concertadas por 53,194 m.p.
  - b) Un aumento de la liquidez generado por otras fuentes autónomas de la base monetaria por 12,409 m.p., el cual se explica principalmente por movimientos en la cuenta de Tesorería de la Federación y por operaciones cambiarias de Pemex con el Banco de México.
  - c) Una reducción de la liquidez por operaciones cambiarias netas entre el Banco de México y la banca por 2,501 m.p. como resultado de las ventas diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales.
  - d) Una mayor demanda de base monetaria por 12,546 m.p.

<sup>\*/</sup> En el glosario se definen las operaciones de mercado abierto. El Banco de México esteriliza mediante operaciones de mercado abierto, el impacto monetario que resulta, entre otras razones, de las variaciones de los activos internacionales netos, de los movimientos que efectúa la Tesorería de la Federación en su cuenta con el Instituto Central y de la revolvencia de las operaciones que haya efectuado con la banca en el pasado.

Página 4 de 7

# BANCO DE MEXICO

Comunicado de Prensa

## Valores Gubernamentales, del Banco de México y del IPAB en Poder de Público

Saldo de Valores Gubernamentales, del Banco de México y del IPAB en poder del público <sup>1)</sup>  
Cifras en millones de pesos <sup>2)</sup>

	31/Dic/2003	27/Feb/2004	31/Mar/2004
<b>1)Valores Gubernamentales <sup>3)</sup></b>	<b>1,024,457</b>	<b>1,030,453</b>	<b>1,049,828</b>
CETES <sup>4)</sup>	212,913	232,530	236,619
BONDES	355,994	346,465	351,897
BONOS <sup>5)</sup>	360,899	371,723	381,517
UDIBONOS <sup>6)</sup>	94,651	79,735	79,795
<i>(en Unidades de Inversión)</i>	<i>(28,237)</i>	<i>(23,528)</i>	<i>(23,410)</i>
<b>2)Valores Emitidos por Banco de México - BREMS<sup>7)</sup></b>	<b>231,806</b>	<b>238,185</b>	<b>234,109</b>
<b>3)Valores Emitidos por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario (BPAS y BPATS) <sup>8)</sup></b>	<b>308,550</b>	<b>323,450</b>	<b>331,550</b>

<sup>1)</sup> Valores en poder de empresas, particulares, banca comercial, banca de desarrollo, casas de bolsa y residentes del extranjero.

<sup>2)</sup> Los valores gubernamentales y los valores emitidos por el Banco de México (BREMS) se reportan a valor de mercado, los valores emitidos por el IPAB (BPAS y BPATS) se reportan a valor nominal.

<sup>3)</sup> Incluye los valores gubernamentales en poder del público resultado de las operaciones de los formadores de mercado (préstamo de valores, ejercicio de la opción de compra de valores).

<sup>4)</sup> No incluye los Cetes especiales emitidos con motivo de la reestructuración de créditos a través de los fideicomisos UDIS.

<sup>5)</sup> Títulos a tres, cinco, siete y diez años, que pagan cupón a tasa fija.

<sup>6)</sup> El importe de los Udibonos se convirtió a pesos utilizando el valor de las Unidades de Inversión (UDIS) al cierre del mes, que se publica en el Diario Oficial de la Federación.

<sup>7)</sup> Bonos emitidos por el Banco de México con fundamento en el artículo 7° fracción VI de la Ley del Banco de México con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero.

<sup>8)</sup> Con fundamento en la Circular-Telefax 10/2000 emitida por el Banco de México el 11 de febrero de 2000 y por lo previsto en el artículo 2° de la Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 2004, se autoriza al IPAB a emitir valores con el objeto de canjear y refinar sus obligaciones financieras.

El Estado de Cuentas del Banco de México ofrece la información contable del banco central con la economía. En términos de contabilidad, una sencilla regla T de activo contra pasivo. Dentro del estado de cuentas destaca la entrega sobre el nivel de reservas

internacionales de México que ahora se dan a conocer semana a semana y antes de la crisis sólo dos veces al año, siempre en la Convención Nacional Bancaria y en el Informe Presidencial.

Las definiciones de sus principales rubros son las siguientes conforme a lo establecido por el banco central:

**Reserva internacional** Se constituye por: las divisas y el oro propiedad del Banco de México, que se hallen libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna; la posición a favor de México con el FMI derivada de las aportaciones efectuadas a dicho organismo; las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria del FMI y otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, de bancos centrales y de otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera. No se considerarán las divisas pendientes de recibir por operaciones de compraventa contra moneda nacional, y se deducirán los pasivos del Banco de México en divisas y oro, excepto los que sean a plazo mayor de seis meses al tiempo de hacer el cómputo de la reserva, y los correspondientes a los financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria anteriormente mencionados.

**Activos internacionales netos** Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses. Asimismo, se considera el resultado por el cambio de valor en términos de dólares de las operaciones de compra - venta de divisas y oro concertadas a la fecha. Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional, de los activos internacionales netos, se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación. La diferencia en saldos de activos internacionales netos, expresados en moneda nacional, no corresponde al concepto de flujos efectivos, debido a que los saldos se valúan al tipo de cambio del día del reporte. Esta consideración también explica el que las diferencias en saldos de crédito interno neto no sean iguales a los flujos efectivos reportados.

**Base monetaria** Por el lado de sus usos, se define como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto acreedor de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito; por el lado de sus fuentes, como la suma de los activos internacionales netos en moneda nacional y el crédito interno neto.

**Crédito interno neto** Se obtiene de restar a la base monetaria los activos internacionales netos en moneda nacional (ver activos internacionales netos).

**Bonos de regulación monetaria** Bonos emitidos por el Banco de México con fundamento en el artículo 7° fracción VI de la Ley del Banco de México con el propósito de regular la liquidez en el mercado de dinero (BREMS). Un aumento en los depósitos de regulación monetaria significa que el banco central extrae liquidez del mercado de dinero, una disminución corresponde a la operación inversa, es decir, una inyección de liquidez.

**Operaciones de mercado abierto** Son aquellas operaciones que tienen lugar en el mercado de dinero a iniciativa del banco central para contraer o expandir la oferta de dinero.

El Banco de México interviene en el mercado de dinero mediante subastas para ofrecer crédito o recibir depósitos, y a través de la compra o venta de títulos gubernamentales, ya sea en directo o mediante reportos.

El instituto central tiene por norma general ajustar diariamente la oferta de dinero primario a través del manejo de su crédito interno neto, de forma tal que corresponda a la demanda de base. El Banco de México maneja su crédito interno neto a través de operaciones de mercado abierto, procurando que la intervención resultante sea congruente con el objetivo de saldos acumulados de las cuentas corrientes que el propio instituto emisor lleva a las instituciones de crédito.

**Reporto de valores** Es una operación de crédito en virtud de la cual el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie, en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio, más un premio. El premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario. El banco central, al comprar (vender) valores en reporto, inyecta (retira) liquidez al mercado de dinero.

**Operaciones con impacto monetario** Son aquellas operaciones que al modificar algún rubro del balance del banco central afectan la oferta de dinero primario. Cabe destacar que no todas las operaciones relacionadas con el balance del instituto emisor alteran la liquidez del mercado de dinero. Este sería el caso de una variación en la reserva internacional, con motivo del pago de un pasivo externo del sector público.

## Bibliografía

BANCO de México, Informes Anuales de 1994 a 2003

BANCO de México, Informes de Política Monetaria 1994 a 2003

BANCO de México, Informes Trimestrales de Inflación 2000 a 2004

BANCO de México, La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a Través del Régimen de Saldos Acumulados, 1996, pág.18

BANCO de México, Informe del ejercicio del presupuesto de gasto corriente e inversión física 1996, Cámara de Diputados.

BANCO de México, "Régimen de la Cuenta Unica Circular" Circular-Telefax 38/98  
BANCO de México, Circular-Telefax varios años.

BAQUEIRO Armando, Rubli Kaiser, "La Política Monetaria con Tipo de Cambio Flexible", Banco de México, octubre de 1999.

CAMARA de Diputados, versiones estereográficas de reunión del gobernador del Banco de México, Miguel Mancera Aguayo en octubre de 1996 en las instalaciones del Banco de México.

CAMARA de Diputados, versiones estereográficas de comparecencia del gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz Martínez, en enero 1998.

CARSTENS Agustín, Política Cambiaria con Consejo Monetario, Cámara de Diputados octubre de 1998.

CARSTENS Agustín y Werner Alejandro, Documentos de Investigación No. 9905, Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime, Banco de México.

CORBO Vitorio, Does inflation targeting make a difference?, Documentos de Trabajo, Banco Central de Chile, septiembre de 2001.

DIAZ de León Alejandro y Greenham Laura, "Política Monetaria y Tasas de Interés: Experiencia Reciente para el Caso de México", Documento de

Investigación No. 2000-08, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, diciembre de 2000.

DEL Villar Rafael, Backal Daniel y P Treviño Juan, "Experiencia Internacional en la Resolución de las Crisis Bancarias" Documentos de Investigación No. 9708, Banco de México, agosto de 1997.

DORNBUSH, Rudiger, "Macroeconomía en una economía abierta", CEMLA, 1990.

GABRIELA Castellanos Sara, "El efecto del "corto" sobre la estructura de las tasas de interés", Documento de Investigación No. 2000-1, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, marzo de 2001.

GALBRAITH, J.K. "El Dinero" Orbis. España, 1983

GIL Díaz Francisco, "Comparación analítica de dos crisis económicas. Chile 1982 y México 1995", Foro 95 de Futuros Administrados y Derivados, Chicago Estados Unidos. 14 de julio de 1995.

GOBIERNO federal, Iniciativa de Reforma a la Ley del Banco de México, Proyecto de Autonomía Cambiaria 1998.

GUERRA de Luna Alfonso y Torres García Alberto, "Agregados Monetarios en México: ¿de Vuelta a los Clásicos?", Documento de Investigación No. 2001-06, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, noviembre de 2001.

KRUGMAN P. & Obstfeld, Economía Internacional, teoría y política, Mc. Graw Hill, México, 1998

MACKEY Michel, Informe de la Auditoría al Fobaproa, Cámara de Diputados, agosto de 1998.

MANCERA Aguayo Miguel, "Cuestiones de la Política del Banco de México", XXIV Convención de IMEF 30 de noviembre de 1996

MANCERA Aguayo Miguel, "Abatimiento de la Inflación" Banco de México, 15 de noviembre de 1996.

MANCERA Aguayo Miguel, "El Uso del ahorro externo y la Balanza de Comercio Exterior" Banco de México, diciembre de 1996.

MANCERA Aguayo Miguel, "Las Políticas Monetaria y Cambiaria en Tiempos de Crisis", Banco de México, Septiembre de 1997,

MANCERA Aguayo Miguel, "Regulación de los Mercados Financieros", Banco de México, diciembre de 1997

MARTINEZ Lorenza, Sánchez Oscar y Werner Alejandro, "Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México" Documento de Investigación No. 2001-02. Dirección General de Investigación Económica, mayo de 2001.

MATEOS Calixto y Gaytán Alejandro, "Medidas alternativas de inflación", Documentos de Investigación No. 9802, Banco de México, julio de 1998

MATEOS Hanel Calixto y Schwartz Rosenthal Moisés, "Metas de Inflación como instrumento de política monetaria", Documento de Investigación No. 9702 Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, mayo de 1997.

O'DOGHERTY Pascual, " La Instrumentación de la Política Monetaria por el Banco Central", Gaceta de Economía del ITAM, agosto de 1997.

ORTIZ Martínez Guillermo, "La política monetaria en la coyuntura actual y para el desarrollo económico de largo plazo: Retos y posibilidades", Banco de México, 30 de noviembre de 1998.

ORTIZ, Martínez Guillermo, " La política monetaria en México: el esquema de objetivos de inflación y la reducción de la incertidumbre 2002", discurso ante la Asociación de Banqueros de México, Banco de México, marzo de 2002.

PEREZ Velázquez Mónica Laura, varias notas periodísticas publicadas en los periódicos La Crónica y Milenio Diario y la Revista Proceso. México D.F. 1996-2002

RUBLI Kaiser Federico, Reflexiones en torno a la Autonomía de la Banca Central, Banco de México, junio de 1997

Samuelson P. & Nordhaus, W. « Economía » Mc Graw-México. 1991

SACHS J. & Larraín, Macroeconomía, Mc Graw-Hill México, 1993

SECRETARIA de Hacienda y Crédito Público, Criterios Generales de Política Económica 1994-2003

SCHWARTZ Rosenthal Moisés J. "Consideraciones sobre la instrumentación de la política monetaria", Documento de Investigación No. 9804 Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, octubre de 1998

SHCWARTZ Moisés J. y Galván Sybel, "Teoría Económica y Credibilidad en la Política Monetaria", Documento de Investigación No. 9901 Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, marzo de 1999.

SHCWARTZ Moisés J. y Galván Sybel, "Teoría Económica y Credibilidad en la Política Monetaria", Documento de Investigación No. 9901 Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, marzo de 1999.

SHCWARTZ Moisés J. y Galván Sybel, "Teoría Económica y Credibilidad en la Política Monetaria", Documento de Investigación No. 9901 Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, marzo de 1999.

SHCWARTZ Rosenthal Moisés J. y Torres García Alberto, Expectativas de Inflación, Riesgo País y Política Monetaria en México Moisés J. Schwartz Rosenthal y Alberto Torres García", Documento de Investigación No. 2000-06 Dirección General de Investigación Económica Banco de México, diciembre de 2000.

WERNER Alejandro y Milo Alexis, "Acumulación de reservas internacionales mediante la venta de opciones: El caso de México", Revista Monetaria, octubre de 1998

NOTAS periodísticas "Martes Negro de Agosto de 1998", varios diarios.