



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**"IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS
AGREGADOS MONETARIOS 1995-2009"**

**TESIS
QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA
PRESENTA:
ROBERTO GUTIÉRREZ TORRES**

**ASESOR DE TESIS:
DRA. MARCIA LUZ SOLORZA LUNA**



CIUDAD UNIVERSITARIA

2010



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Esta tesis está dedicada a mis padres, Juana y Roberto, por el gran apoyo que me han sabido brindar en todo momento, gracias.

A mis hermanos, Rogelio y Víctor, que siempre estuvieron a mi lado, gracias.

A mis Abuelitos, tíos y primos, gracias por todo el apoyo brindado a lo largo de mi vida.

A la memoria de Raúl López Solís, un compañero que le dio un significado muy especial a la carrera y me brindó una amistad grandiosa. Descanse en paz.

Agradecimientos

A la Universidad Nacional Autónoma de México, en específico a la Facultad de Economía por darme la oportunidad de crecer personal y profesionalmente.

A la Dra. Marcia Luz Solorza Luna por el gran apoyo brindado para la elaboración de esta tesis.

A mis sinodales:

Cadena Castro Carlos Maestría en Planificación y Desarrollo, Centro de Investigación y Docencia Económica

De la O Hernández Rofolfo Licenciatura en Economía, Facultad de Economía UNAM

González Ibarra Miguel Licenciatura en Economía, Facultad de Economía, UNAM

Plaza Mancera Ramón Licenciatura en Economía, Facultad de Economía UNAM

Solorza Luna Marcia Luz Doctorado en Economía, Facultad de Economía UNAM

Por hacer un espacio en su valiosa agenda para revisar y evaluar este trabajo, gracias.

Introducción	1
---------------------	---

Capítulo 1 El Dinero

Introducción	3
1.1 Conceptualización Chartalista	3
1.2 Conceptualización Marxista	7
1.3 Conceptualización Ortodoxa	10
1.4 Conceptualización Kaleckiana	14
1.5 Conceptualización Keynesiana	15
1.6 Conceptualización Postkeynesiana	19
1.7 Diferentes Formas de Dinero Endógeno	20
1.8 Base Monetaria	22
1.9 Agregados Monetarios	23

Capítulo 2 El sistema Monetario Internacional

Introducción	27
2.1 Controversia entre Keynes y White	29
2.2 Ruptura del Sistema Monetario Internacional de la Segunda Posguerra	32
2.3 Fin de los tipos de Cambio Fijos	36
2.4 Los tipos de cambio flotantes	38
2.5 Los acuerdos de Jamaica	39
2.6 Resultados del Sistema de Flotación	41
2.7 Acuerdo del Hotel Plaza y Acuerdo del Louvre	42
2.8 Evolución de la Economía Mundial a Principios de los Años Noventa	45

2.9 Baja en el Valor del Dólar (1994-1995)	47
2.10 ¿Qué se hizo para frenar el declive?	49

Capítulo 3 La Política Económica de México, 1950-1994 Bases para Un nuevo Régimen Monetario

Introducción	51
3.1 El crecimiento sano, 1950-1962	51
3.1.1 Causas del dinamismo económico	53
3.1.2 El sector financiero	54
3.1.3 La política económica de los años cincuenta	56
3.1.4 Recuperación, la contracción externa y estancamiento	59
3.2 Alto crecimiento con debilidad en la estructura, 1963-1971	61
3.2.1 Fuentes de debilidad económica	63
3.3 Desarrollo económico mexicano, 1971- 1981	65
3.3.1 Recesión y Aumento del Gasto Público	67
3.4 El auge Petrolero	70
3.5 De la crisis de la deuda al colapso petrolero	74
3.5.1 Planes de ajuste 1983-1985	74
3.6 Estabilización, Cambio Estructural y Colapso	82
3.7 Reforma estructural	85
3.7.1 Lucha contra la inflación	87

Capítulo 4 Nuevos Regímenes de Política Monetaria En México, 1994-2009

Introducción	91
4.1 Autonomía del Banco Central	91
4.1.1 Autonomía Reglamentaria	92
4.1.2 Autonomía Carismática	95
4.1.3 Autonomía Institucional	99
4.2 Regímenes de Política Monetaria	106
4.2.1 Saldos Acumulados	106
4.2.2 Saldos Diarios	117
4.2.3 Régimen de Tasa de Interés Interbancaria	120
4.3 Relación de los distintos agregados monetarios con la inflación	122
4.3.1 Modelo Econométrico	124
4.3.2 Interpretación de los resultados arrojados por el modelo econométrico	129
Conclusiones	130
Bibliografía	133

Introducción

En esta investigación titulada. **Impacto de la Política Monetaria en los Agregados Monetarios 1995-2009**, se pretende analizar la importancia que tiene la política monetaria en la estructura económica de México. Por lo cual, es indispensable tener claridad acerca de qué es el dinero, cuáles son sus funciones, y su manejo como parte fundamental al establecer una política monetaria determinada. Con la finalidad de contar con una visión amplia de que es el dinero, en el primer capítulo estudiamos dicho concepto a través de las corrientes del pensamiento monetario más representativas en el pasado y actualmente. Dicho recorrido inició en la concepción Chartalista y concluyó en la presentación de algunos aportes Postkeynesianos.

La visión Chartalista es conocida por considerar al dinero vinculado estrechamente al Estado; la conceptualización Marxista nos dice que el dinero es el equivalente general, una medida abstracta del valor, un patrón de precios y que es necesario para el proceso de intercambio; la conceptualización ortodoxa considera al dinero como un medio de cambio, el dinero es exógeno. La conceptualización Kaleckiana define el dinero en dos sentidos: 1) dice que el dinero actúa como medio de cambio y b) el dinero es una reserva de riqueza, y conforme aumentan los niveles de gastos y de actividad económica se necesita de una expansión de dinero, además sostiene que el aumento de los gastos es financiado con dinero endógeno creado por el sistema bancario.

Para la conceptualización Keynesiana el dinero de cuenta es un medio que permite la cancelación de una deuda y, a su vez el dinero de cuenta es en el que se expresan todas las deudas y los precios, así como el poder de compra, por tanto el dinero de cuenta aparece al mismo tiempo que las deudas. El dinero de cuenta es definido con el objeto de satisfacer la necesidad de un término en el que se expresa el poder general de compra, es la forma en la que se conservan las unidades de poder de compra.

Los Postkeynesianos enfatizan en el dinero endógeno que es la pieza clave de la teoría monetaria postkeynesiana, ocupa un lugar central en el esquema, ya que la oferta de dinero está determinada de forma endógena y explícita en la demanda de créditos bancarios.

Después de estas definiciones pasamos a ver que es la base monetaria, como el banco central opera con respecto a ella para aumentar o reducir liquidez dentro de la

economía, y cuál es la explicación proporcionada por el Fondo Monetario Internacional de los agregados monetarios, misma que ocupa un lugar central en esta tesis al abordar la problemática de las políticas monetarias implementadas por el Banco de México.

En el capítulo dos se describe la evolución del sistema monetario internacional y los principales cambios que ha sufrido desde la segunda posguerra hasta la década de 1990, los cuales han impactado la política monetaria internacional y de México llevando a que en nuestro país se opte por una política monetaria encaminada a estabilizar la evolución de los precios «controlar la inflación». Este tema es de gran importancia, a través del funcionamiento del sistema monetario internacional es posible conocer si fluye el financiamiento al desarrollo económico de los países, y si se fomenta el crecimiento equilibrado del comercio mundial. En la última parte se aborda brevemente el tema de la crisis *subprime*, claro ejemplo de que el sistema monetaria internacional debe de ser objeto de reformas que se preocupen por el desarrollo económico de todos los países.

En el tercer capítulo observamos la historia de la política económica de México en el periodo de 1950 a 1994, como ha funcionado ésta, y en especial la política monetaria. Pudimos constatar que el periodo donde mejor se comportó la política monetaria fue durante el llamado «desarrollo estabilizador», ya que ésta estuvo acompañada de una política fiscal acorde, ambas políticas buscaban el desarrollo del país y, es también una etapa en que las dos instituciones encargadas de dirigir estas políticas económicas estaban interconectadas la una a la otra, donde la Secretaría de Hacienda y el Banco de México estaban en constante comunicación para lograr las metas de crecimiento que se tenían planteadas.

Finalmente, en el cuarto capítulo dedicamos la atención a estudiar los nuevos regímenes de política monetaria implementados por el Banco de México, como institución monetaria autónoma, para estabilizar el nivel general de precios a partir de adoptar un sistema de metas explícitas de inflación. Los tres regímenes de política monetaria: Saldo Acumulado, Saldo Diario y Tasa de Interés Interbancaria, aplicados de 1995 hasta hoy, han estado enfocados a mantener la tasa de inflación a una meta anunciada por el mismo Banco de México bajo el sistema de objetivos de inflación. En este capítulo también presentamos un modelo econométrico encaminado a mostrar la importancia de la variable: agregados monetarios en la política monetaria del país.

Por último, en las conclusiones hacemos algunas observaciones respecto al comportamiento del Banco de México como institución encargada de los que hacen los agregados monetarios: control de la oferta de dinero exógeno, tasa de interés, inflación etc.

Capítulo 1

El Dinero

Introducción

En el presente capítulo vamos a definir el dinero desde las diversas corrientes del pensamiento económico para poder ver como el dinero desempeña un papel fundamental dentro del sistema económico, y particularmente como a partir de la concepción que tienen de él los bancos centrales - en nuestro estudio el Banco de México- determinan el seguimiento de una política monetaria para un lapso de tiempo. Así, estudiamos desde la visión más simple que contempla al dinero como un simple medio de cambio, pasando por entender como éste funciona como reserva de valor hasta exponer las vertientes de análisis económico que abordan como el dinero puede influir en los objetivos de crecimiento de un país. Estas son las razones por las que definimos el dinero desde los puntos de vista más representativos en el ámbito académico de la teoría monetaria y que mayor influencia han tenido en las autoridades monetarias tanto de los países desarrollados como de los países en desarrollo en los últimos dos siglos. Finalmente abordamos la tarea de definir los conceptos de base monetaria y agregados monetarios que son fundamentales para realizar mediciones de la cantidad de dinero en manos del público de un país, y de esta manera poder saber cuál ha sido su comportamiento dentro del sistema económico y monetario mexicano en los años recientes, eje de nuestra investigación.

1.1 Conceptualización Chartalista

Al enfoque neo-chartalista (desde Adam Smith, Knapp, hasta John M. Keynes) se le conoce por su análisis del dinero de Estado, del dinero guiado por los impuestos, ya el dinero moderno no se puede encontrar sin relación con el Estado. El estado define el dinero como lo que se acepta en las oficinas públicas principalmente para el pago de impuestos. Esto tiene implicaciones políticas importantes, una vez que el Estado impone un impuesto a sus ciudadanos, el cual es pagadero en una moneda sobre la que él tiene el monopolio de emisión, puede influir en el valor de esa moneda estableciendo las

condiciones en que la población puede obtenerla.¹ Este enfoque se opone a la postura metalista, donde se define que el valor del dinero proviene del estándar de metal adoptado.

Las deudas siempre van a estar expresadas en una unidad de valor, la cual será la unidad en la que se expresan la cantidad a pagar, y se saldan con medios de pago. Por lo regular los medios de pago cambian, ya que cambia el tipo de material, pero Knapp, uno de los principales exponentes, no define un material exacto como medio de pago. Lo que si plantea es la idea fundamental de reconocer que los cambios en los medios de pago siempre requieren que el Estado anuncie una tasa de conversión para el nuevo medio de pago. Por esta razón, las deudas siempre serán nominales y nunca metálicas porque las deudas siempre se convertirán al nuevo medio de pago, esto prueba que todas las unidades de cuenta deben ser nominales.

Los medios de pago van a tener la importancia legal de poder exigir algo a cambio de nuestro medio de pago; por lo tanto los medios de pago serán dinero Chartal. La definición de dinero es por tanto un medio de pago chartal (Knapp [1924]: 34-38). Por esto, el chartalismo siempre estará acompañado de la proposición de que las leyes son las que van a determinar que debe aceptarse como medio de pago. **El dinero chartal es creado por la decisión del Estado de aceptar pagos en las oficinas de pago estatales y no por las leyes de moneda de curso legal.** De acuerdo con Knapp, los pagos *céntricos*, o los que involucran al Estado son decisivos, los pagos al Estado como recaudador son *epi-céntricos*, en tanto los pagos realizados por el Estado son *apo-céntricos*. Por otra parte los pagos entre particulares serán *para-céntricos* y no son tan importantes como suele suponerse porque en su mayor parte por así decir, se pueden regular por sí mismos.

El Estado determina que sirve como medio de pago *para-céntrico* en las relaciones privadas. Cuando el dinero es definitivo y hacemos un pago con él, el negocio queda completamente concluido, por tanto el pagador ya no tiene ninguna obligación y el recaudador ya no tiene derechos contra el pagador ni contra el Estado, si este es quien emite el dinero. Esta modalidad de dinero definitivo siempre se encuentra disponible y se utiliza en pagos *apo-céntricos* y es el que el Estado acepta en las oficinas de pago de impuestos. Entonces, no es simplemente la ley lo que hará que los billetes del Estado sean aceptables en las transacciones privadas sino también el hecho de que el Estado

¹ Wray, Randall (2006), *El papel del dinero hoy. La clave del pleno empleo y la estabilidad de precios*, México, Facultad de Economía, UNAM, pp. 63-107.

decide primero lo que usará o aceptará como moneda en sus propias transacciones es lo que permite a dicho dinero ser el medio para saldar deudas privadas.²

Efectivamente, los actos del Estado desempeñan un papel preponderante para determinar la aceptación del dinero. La aceptabilidad de los billetes en transacciones privadas no obedece a la promesa de los bancos en convertirlas en especie. El dinero bancario no derivó su valor de las reservas de oro de moneda en especie, en las cuales promete un rescate. Un billete es un documento chartal que especifica la suma de dinero, y el banco que lo emite está comprometido por ley a aceptarlo por el pago de esa cantidad. Por tanto, el dinero bancario deriva su valor de su uso en la comunidad de pago privada y la comunidad de pago pública, lo cual se encuentra en función de la aceptación en el banco y en las oficinas públicas de pago.³

Al interior de la comunidad privada de pago, el dinero bancario es el dinero que se usa para los pagos. Sin embargo, los pagos en la comunidad pública de pago requieren dinero estatal, que si bien puede incluir dinero bancario, cabe notar que la entrega de moneda bancaria por lo general no es final ni definitiva, porque el Estado lo presentara a los bancos. El dinero bancario cuando se usa en la comunidad pública no es definitivo a menos de que el Estado también lo utilice para sus propias compras.

En el planteamiento chartalista, el público exige el dinero del gobierno porque esa es la forma en que se pagan los impuestos. El Estado, utiliza los impuestos como medio para inducir a la población a suministrar bienes y servicios al Estado, proporcionando a cambio la moneda que se usará para retirar las obligaciones tributarias. El dinero es una promesa, la producción de esta promesa implica tener confianza en ella, por esto para la visión chartalista (como para los Monetaristas, Keynes y los Postkeynesianos) la confianza tiene suma importancia, ya que ésta es tratada de la misma forma que el

² Knapp acepta como moneda, a cualquier cosa que el estado se compromete a aceptar en sus oficinas de pago sea o no declarada de curso legal entre los ciudadanos” (Knapp [1924], pp. 6). Por consiguiente al igual que el análisis de Knapp, el de Keynes va más allá de las leyes de curso legal para identificar la “aceptación” por parte del estado, como la clave para determinar lo que servirá como moneda. La moneda estatal puede ser mantenida por los bancos, por el banco central y por el público.

³ Para Keynes, la moneda estatal puede adoptar tres: a) moneda mercancía, b) moneda fiduciaria y c) moneda administrada, siendo las últimas dos subespecies de la moneda representativa. El dinero mercancía será las unidades reales de mercancía no monopolizada, que puede obtenerse libremente y que fue elegida para los propósitos de la moneda. La moneda fiduciaria, es moneda representativa, ya que el estado crea y emite, pero no es convertible por la ley en nada más que sí misma y no tiene ningún valor fijo en términos de un estándar objetivo. Esta moneda es diferente a la administrada, que es similar a la moneda fiduciaria, salvo que el estado se encarga de administrar las condiciones de su emisión; de manera que, por convertibilidad o de otro modo, tendrá un valor determinante en términos de un estándar objetivo. La moneda administrada es la forma más general de dinero. De acuerdo a Keynes el Estado determina el valor nominal de la moneda, cuando establece lo que aceptara en las oficinas de pago públicas así como el valor nominal de la cosa que acepta.

dinero, es vista como un lubricante que reduce la fricción en las transacciones económicas, sobre todo aquéllas que no pueden realizarse sin participación del dinero. Las relaciones sociales que constituyen al dinero están basadas en la confianza. La promesa monetaria (dinero) involucra una garantía desde una triple interdependencia entre el emisor del dinero, los usuarios del dinero, y entre los propios usuarios.

El sostenedor del dinero es quien tiene absoluto derecho de pagar con él cualquier deuda que tenga, este derecho se lo proporciona el valor del dinero. Por lo tanto, el dinero consiste en una vasta red de relaciones entre deudores-acreedores, entre emisores y usuarios, por lo que parece obvio observar que el sistema monetario involucra una continúa contratación y pago de deudas. El dinero es producido para mantener la integridad del sistema de pagos, y varía de acuerdo a los diferentes modos de producción monetaria.⁴

En un sistema de crédito puro donde el dinero actúa como promesa de pago debido a que la confianza es indispensable en cualquier relación monetaria, se tienen tres elementos esenciales:

- Los deudores deben tener buena voluntad.
- Los deudores deben ser capaces de pagar.
- Se debe contar con una organización efectiva para la transferencia de deudas y créditos.

Un sistema de crédito puro, es la operación actual de los sistemas de pagos *eflujos* y *reflujos* la que constituye el dinero.

Los enfoques monetarios: chartalista, monetarista, keynesiana y postkeynesiana recuperan de los institucionalistas monetarios la afirmación de que una vez el dinero se constituye como un hecho institucional, siempre será negociado como una mercancía, pero la creación de su valor no puede estar divorciada de su valor sustantivo. La incertidumbre del valor del dinero es la que influye sobre su valor presente.

Ahora bien, los chartalistas y monetaristas coinciden en considerar que **el Estado es el que establece el valor del dinero** no solo por su declaración de aceptación en el pago de impuestos, sino también determina su valor sustantivo por la influencia que debe hacer en la economía de acuerdo a ganar el ingreso para pagar los impuestos. El Estado es el que controla la oferta de dinero gracias a las reservas bancarias, por lo tanto el dinero es exógeno.

⁴ Ingham, Geoffrey (2004), *The Nature of Money*, USA, Polity Press, pp. 69-74.

1.2 Conceptualización Marxista

Primero que nada tenemos que definir a la mercancía como un objeto, una cosa que está apta para satisfacer las necesidades humanas, entonces la utilidad de este objeto lo va a convertir en un valor de uso. El valor de cambio de las mercancías, será la relación cuantitativa, la proporción en que se cambiarán los valores de uso de una clase por valores de uso de otra cosa. Los intercambios de las mercancías. Por lo cual para Marx hay que reducir los valores de cambio de las mercancías a un *algo común* esto sería nuestra primera aproximación del Dinero. Este algo común que toma cuerpo en la relación de cambio o valor de cambio de la mercancía será su valor.

El valor de la mercancía está determinado por el *tiempo de trabajo socialmente necesario*, que es aquél que se requiere para producir un objeto cualquiera. Las mercancías que encierran cantidades de trabajo iguales o que pueden ser producidas en el mismo tiempo de trabajo representan la misma magnitud de valor. Consideradas como valores, las mercancías no son todas ellas más que determinadas cantidades de tiempo de trabajo cristalizado.⁵

Las mercancías son consideradas tanto por su valor de uso u objetos útiles como por ser materialización de valor. La relación de valor entre dos mercancías constituye la expresión más simple de valor de una mercancía. Pero para que las magnitudes de valor de objetos distintos puedan ser cualitativamente comparables entre sí, es necesario reducirlas a la misma unidad. Sólo representándolas como expresiones de la misma unidad podemos ver en ellas magnitudes de signo igual.

La forma equivalencial de una mercancía es aquella posibilidad de cambiarse directamente por otra mercancía. **La forma de equivalente general** es una forma del valor en abstracto, por lo tanto ésta forma puede recaer sobre cualquier mercancía, pero debe ocupar el puesto de equivalente general siempre y cuando todas las demás mercancías la destapen de su seno como equivalente.⁶

La mercancía que se incorporara socialmente como equivalente general es la mercancía-dinero que funciona como dinero. Esta mercancía tiene como función social específica, y por tanto como monopolio social dentro del mundo de las mercancías el desempeñar el papel de equivalente general.⁷

⁵ Marx, Karl (1980), *El Capital*, México, Siglo XXI, Tomo I, vol. 1, p.7.

⁶ Ibid, p. 35.

⁷ Ibid.

La cristalización del dinero es un producto necesario del proceso de cambio, en el que se equiparan entre sí de un modo efectivo diversos productos del trabajo convirtiéndose en mercancías. *A medida que se desarrolla el cambio se acentúa la antítesis de valor de uso y valor latente en la naturaleza propia de la mercancía. La necesidad de esta oposición toma cuerpo al exterior dentro del comercio, empuja al valor de las mercancías a revestir una forma independiente y no descansa hasta que lo consigue en el desdoblamiento de la mercancía en mercancía y dinero.* A la par de que los productos del trabajo se conviertan en mercancías, se opera la transformación de la mercancía en dinero.

Por ser todas las mercancías consideradas como valores, trabajo humano materializado, y por lo tanto valorables de por sí, es por lo que todos sus valores pueden medirse en la misma mercancía específica y ésta se convierte en su medida de valor, o sea en dinero. *El dinero como medida de valor es la forma o manifestación necesaria de la medida inmanente del valor de las mercancías: el tiempo del trabajo.* La expresión del valor de una mercancía en oro es su forma dinero, o su precio.

Considerado como medida de valores y como patrón de precios, el dinero desempeña dos funciones radicalmente distintas, ya que el dinero es medida de valores por ser la representación social del trabajo humano: patrón de precios, como un peso fijo y determinado de metal. Como medida de valores, sirve para convertir en precios, en cantidades imaginarias, los valores de las más diversas mercancías. *Y como patrón de precios, lo que hace es medir esas cantidades imaginarias en algún metal por ejemplo el oro.* En el dinero como medida de valor se miden las mercancías consideradas como valores; en cambio, como patrón de precios, lo que hace el dinero es medir cantidades de oro por una cantidad de oro fija, y no el valor de una cantidad de oro por el peso de otra.

Pero para que exista un patrón de precios se tiene que fijar como unidad de medida algún determinado peso de oro. Por lo tanto, el dinero como patrón de precios, cumplirá tanto su mejor cometido cuando menos oscile la cantidad de oro que sirve de unidad de medida. Sin embargo, el oro solo puede funcionar como medida de valores por ser también él un producto del trabajo. Y por tanto, al menos potencialmente, un valor variable.

El precio es el nombre en dinero del trabajo materializado en la mercancía. Por tanto, decir que existe una equivalencia entre las mercancías y la cantidad de dinero cuyo nombre es su precio, representa una evidencia puesto que la expresión relativa de valor

de toda mercancía expresa siempre, como sabemos, la equivalencia entre dos mercancías. Pero el que el precio como exponente del valor de la mercancía sea el exponente de su proporción de cambio con el dinero, no quiere decir que el exponente de sus proporción de cambio con el dinero no sea necesariamente el de su magnitud de valor.

El proceso de cambio de la mercancía se opera, por tanto mediante dos metamorfosis opuestas y que se completan recíprocamente; transformación de la mercancía en dinero y nueva transformación de éste en mercancía. Las dos etapas de la metamorfosis de las mercancías son, a la par, un trato comercial de los poseedores de las mercancías, venta o cambio de la mercancía por dinero; compra o cambio del dinero por la mercancía y la unidad de ambos actos es *vender para comprar*.

El proceso de circulación no solo es el intercambio directo de productos, el desplazamiento material o cambio de mano de valores de uso, y el dinero no desaparece al quedar eliminado de la serie de metamorfosis de una mercancía, sino que pasa a ocupar el puesto circulatorio que las mercancías dejan vacantes. Ya que la circulación siempre va a transpirar dinero. Por lo tanto el dinero asume el papel de medio de circulación.

Cuando el dinero pasa de manos del comprador al vendedor de mercancías es cuando este actúa como medio de pago. Entra al proceso de circulación de mercancías, cuando la mercancía sale del proceso de circulación o sea que va a su destino final. **El dinero-crédito** brota directamente de la función del dinero como medio de pago, al ponerse en circulación certificados de deudas representativos de las mercancías vendidas y como medio de traspaso de los correspondientes créditos. Al extenderse el sistema de crédito, se extiende la función de dinero como medio de pago. *Tan pronto como la producción de mercancías alcanza un cierto nivel y una cierta extensión, la función del dinero como medio de pago trasciende de la esfera de circulación de mercancías y se convierte en la mercancía general de los contratos.*

Debido al desarrollo del comercio y del modo de producción capitalista, que solo produce con miras a la circulación, se amplía, generaliza y perfecciona la base natural del sistema crediticio. El dinero sólo va a funcionar como medio de pago, ya que la mercancía se va a vender no a cambio de dinero sino de la promesa escrita de pagar en una fecha determinada, estas promesas serán letras de cambio. Dichas letras circulan como medios de pago hasta sus días de vencimiento y pago constituyendo lo que se conoce como dinero comercial. En la medida en que éstas se anulan por

compensaciones de créditos y deudas, funcionan absolutamente como dinero, por más que luego no se verifique una transformación definitiva en dinero. Así estos adelantos constituyen el fundamento real del crédito, así también su instrumento de circulación, la letra de cambio, constituye la base del dinero crediticio propiamente dicho, de los billetes de banco, etc.

El dinero crediticio no se basa en la circulación dineraria que trata de la circulación de dinero metálico o de billetes bancarios del estado, sino de la circulación de letras de cambio. Las letras de cambio que se extienden como sustitución de otra antes de su vencimiento, serán **capital ficticio** por fabricación de simples medios de circulación. Así, el sistema crediticio está vinculado con el desarrollo del comercio dinerario, que en la producción capitalista evoluciona al mismo rito del comercio mercantil. El comercio dinerario está vinculado con otro aspecto del sistema crediticio, que es la administración del capital que devenga interés o capital dinerario, en cuanto a la función de los comerciantes en dinero. La toma y concesión de dinero en préstamo se convierte en un negocio particular: el negocio de los banqueros, el cual consiste en concentrar en sus manos, en grandes cantidades, el capital dinerario prestable, de modo que en cuanto representantes de todos los prestamistas de dinero enfrentan a los capitalistas industriales y comerciales en lugar de hacerlo el prestamista dinerario individual. Se convierten en los administradores generales del capital dinerario.⁸ En pocas palabras la ganancia de los banqueros consiste en que toma prestado a un interés menor al que presta.

1.3 Conceptualización Ortodoxa

Tenemos dos sentidos para poder definir al dinero, el primero en un sentido abstracto como unidad de cuenta, esta unidad de cuenta no tiene existencia física. Segundo como unidad de cambio y medida de valor. Para este servicio del dinero se emplea el papel moneda, pero éste no funciona como unidad de cuenta, este es el tipo de dinero que se puede guardar en caja. También existen dos tipos de precios. El primero lo llamamos precio de cuenta a los que sean medidos en relación a la unidad abstracta de cuenta. Los que sean medidos en relación a la unidad de cambio serán llamados precios monetarios, precios absolutos o, simplemente precios. Además de éstos existen los precios reales y

⁸ Marx, op. cit. Tomo 3, vol. 7, p. 515.

los precios relativos. Estos últimos son los que nos dan el precio de una mercancía en relación al precio de otra.

El dinero es un medio de cambio común y ampliamente aceptado, no obstante este medio de cambio común y ampliamente aceptado se apoya en una convención que debe su existencia a la aceptación mutua de lo que, desde un punto de vista, es una ficción.⁹

El valor de la moneda se apoya en una invención, el dinero cumple con una función económica extraordinariamente útil, la de ser el medio de aceptación común. Las diversas formas de dinero sin importar su material, van a tener algo en común que es su aceptación. En un lugar y periodo concreto a cambio de otros bienes y servicios del mismo modo. Todo el dinero, siempre su precio original asignado al papel, tabaco, o cualquier otra forma en términos de otra moneda, será mayor que su coste de producción.

Siempre ocurre que cuando la cantidad de dinero aumenta con mayor rapidez que la de los bienes y servicios que se pueden comprar con este dinero, el precio de los otros bienes aumenta. El precio del dinero en términos de los bienes es lo contrario al precio de los bienes en términos de dinero.

El mal dinero siempre desplaza al bueno. La gente empleaba al tabaco en el siglo XVII en los Estados Unidos como medio de trueque para el intercambio, se le considera como el medio de pago más líquido. Un aumento más rápido de la cantidad de dinero que la de los bienes y servicios que se pueden comprar provocará una inflación aumentando los precios en términos de ese dinero. La razón por la que la cantidad de dinero aumenta no importa.

La inflación es un fenómeno monetario. Si la cantidad de bienes y servicios que se pueden comprar “la producción, en suma” aumentara tan rápidamente como la del dinero, los precios permanecerían estables, incluso descenderían paulatinamente, ya que la tendencia de ingresos superiores llevará a los individuos a mantener una parte superior de sus riquezas en forma de dinero. La inflación se produce cuando la cantidad de dinero aumenta más rápidamente que la de bienes y servicios; cuanto mayor es el incremento de la cantidad de dinero por unidad de producción, la tasa de inflación es más alta. Los recursos físicos y humanos disponibles y la mejora en el conocimiento y la capacidad para utilizarlos fijan un límite a la producción. En el mejor de los casos, la producción puede crecer de un modo bastante lento.

⁹ Friedman, Milton y Friedman Rose (1983), *Libertad de elegir*, España, Orbis, p.346.

La cantidad de dinero crece rápidamente porque los precios suben con mucha velocidad o a la inversa. La reducción en la oferta monetaria es el único medio para reducir la inflación, simplemente el Estado debe de hacer crecer la cantidad de dinero a una velocidad menor.

La teoría monetaria de la escuela neoclásica trata, de hecho, para demostrar que, si se compara la economía de trueque y una economía monetaria (los recursos disponibles y las preferencias individuales son los mismos), cantidades producidas y los precios relativos son los mismos. Si esto es cierto, **el dinero se hace totalmente neutro**. Si bien **la neutralidad de dinero es la tesis teórica principal de la teoría monetaria neoclásica**, la estabilidad de precios es su principal recomendación de política. **El Dinero es neutral cuando la simple conversión de una economía de trueque a una economía monetaria no afecta ni al tipo de interés, ni a los precios relativos correspondientes a la posición de equilibrio.**

El principio de neutralidad se expresa diciendo que si la cantidad de dinero es una variable exógena (determinada por las autoridades monetarias), y las cantidades de productos disponibles en el mercado se dan, cualquier variación en la cantidad de dinero en circulación se dio cuenta de por medio de una variación equiproporcional en los saldos líquidos en poder de cada agente único que produce una variación proporcional en todos los precios monetarios, los precios relativos y, por tanto las cantidades producidas no se modifican.¹⁰

Hayek argumenta que para que el dinero sea neutral se tiene que mantener constante la oferta monetaria, de esta forma no se ven alterados ni los precios relativos ni la estructura de la producción; bajo estas condiciones considera que una economía de trueque es similar a una economía monetaria.

La cantidad de dinero se asume como una variable exógena. El equilibrio entre la oferta y demanda de dinero va a ser creado por el gobierno, regularmente por el banco central. Uno de los supuestos de la teoría neoclásica es que los agentes siempre desean mantener un equilibrio positivo de dinero, por tanto la creación de dinero en la cantidad requerida por el mercado no es más que el intercambio equitativo de bienes inmuebles (adquiridos por el sector público).

¹⁰ Graziani, Augusto (2006), *The Monetary Theory of Production*, Nueva York, Cambridge University Press, p. 34

Se asume que los agentes, cuando existe equilibrio entre la demanda y oferta de dinero, quieren guardar un equilibrio de dinero positivo, la creación del dinero en la cantidad requerida por el mercado es cambio justo de bienes (adquirido por el sector de público) contra una clase diferente de productos básicos, dando la utilidad a los verdaderos equilibrios. Si la única acción del dinero que existe en el equilibrio es suministrada por gastos públicos, se hace legítimo verlo como una magnitud exógena decidida por las autoridades monetarias.

El papel del déficit del gobierno se hace un abastecedor de dinero al mercado. Si las cantidades de materias primas, la acción de dinero existente y la velocidad de circulación son consideradas todas como magnitudes dadas, la conclusión inevitable es que el nivel general de precios varía en la misma proporción que la cantidad del dinero, y que la estabilidad de precios de dinero depende de la estabilidad de la acción de dinero o sobre el aumento *equiproporcional*. De ahí la prescripción tradicional que concierne la estabilidad de precios de dinero: para alcanzar precios estables, la acción del dinero debe ser estable. Hay dos tipos de dinero: efectivo, es decir las monedas y los billetes emitidos por el banco central, y los depósitos a la vista que son los depósitos de los bancos contra los que pueden extenderse cheques.

Para que haya equilibrio en los mercados financieros la oferta de dinero debe de ser igual a la demanda de dinero, el tipo de interés debe ser tal que la oferta de dinero sea igual a la demanda de dinero, con esto se puede ver que los individuos estén dispuestos a tener una cantidad de dinero igual a la oferta monetaria existente. Un aumento de la renta nominal eleva el número de transacciones, lo que eleva la demanda de dinero cualquiera que sea el tipo de interés, y sube debido a que la demanda de dinero es superior a la oferta que no varía, por tanto es necesario que suba el tipo de interés para reducir la cantidad de dinero que quieren tener los individuos. Un aumento de la oferta monetaria provoca una reducción del tipo de interés, y la reducción del tipo de interés eleva la demanda de dinero a fin de igualar la oferta.

Los aumentos de la oferta monetaria se denominan expansión monetaria y la reducción de la misma se denomina contracción o restricción monetaria. A corto plazo una expansión de la oferta monetaria provoca un aumento de la producción, una reducción del tipo de interés y una subida del nivel de precios. Con el paso del tiempo los precios suben y los efectos ejercidos por la expansión monetaria en la producción y el tipo de interés desaparecen. A mediano plazo el aumento de la cantidad nominal de dinero se traduce totalmente en un aumento proporcional del nivel de precios, no influye en la

producción y en el tipo de interés. El hecho de que el dinero no influye a mediano plazo en la producción y en el tipo de interés se debe a que el dinero es neutral a medio plazo.

1.4 Conceptualización Kaleckiana

Kalecki observa que el crecimiento de los gastos y de la actividad económica siempre va a necesitar de la creación de dinero. Utiliza la hipótesis de trabajo según la financiación de la inversión adicional que se realizará con la creación de poder de compra. Entonces la demanda de créditos bancarios aumenta y, estos son concedidos por los bancos que pueden responder aumentando el tipo de interés. Por tanto, la demanda de dinero existente depende de la demanda de un *stock* de dinero y cualquier volumen adicional de dinero puede ser eliminado a través de la devolución de préstamos.

El autor distingue dos tipos de dinero: dinero en *stricto sensu* y dinero *lato sensu* (dinero en sentido estricto y dinero en sentido amplio), el primero actúa como medio de cambio y el segundo lo hace en sentido amplio ya que éste constituye una reserva de riqueza que a su vez consiste en un conjunto de diferentes formas de depósitos. Así, una de estas dos formas de dinero cumple con la función de medio de cambio y otra es parte de los depósitos funciona como reserva de riqueza.

La demanda de dinero para las transacciones cotidianas constituye una demanda de dinero para un uso como de medio de cambio y puede ser representada como una definición del dinero, en concreto Kalecki, nos afirma que si el tipo de interés a corto plazo permanece sin variaciones, las cuentas corrientes aumentarían más o menos proporcionalmente con el volumen de transacciones. En cambio, la demanda de dinero que actúa como reserva de dinero se va a excluir las formas de dinero que reportan un tipo de interés nulo.

Esta distinción entre los dos tipos de dinero es importante, en primer lugar ambos tipos de dinero se mantienen por motivos diferentes (de transacciones y de reserva de riqueza respectivamente) y en segundo lugar, la demanda para los dos tipos de dinero reacciona de forma muy diferente ante las variaciones del tipo de interés. En la medida que el tipo de interés en el *stricto sensu* reporta un tipo de interés nulo, la demanda de este tipo de dinero reacciona ante variaciones en el nivel absoluto de los tipos de interés, mientras que la demanda de dinero *lato* reacciona ante los diferenciales de tipo de interés con respecto a los restantes activos que reportan interés.

Kalecki hace mayor referencia al dinero como medio de cambio que al dinero como reserva de riqueza, al distinguir entre dinero en *sentido estricto* y dinero en *sentido amplio* en su análisis relaciona al primer tipo de dinero y la demanda del segundo tipo con la riqueza y con los diferentes tipos de interés.

De acuerdo a Kalecki el dinero es dinero crédito, y su creación en general es necesaria para la expansión de la economía, no obstante la cantidad de dinero que subsiste depende de la demanda. Así mismo, el autor observó que el crecimiento de los gastos y de la actividad económica necesita de la creación de crédito, pero sostiene que los créditos están disponibles al tipo de interés en vigor debido a que los bancos responden a la demanda de créditos secundarios aumentando el tipo de interés.

Con respecto al enfoque del dinero endógeno Kalecki tiene una explicación clara: los gastos previstos son financiados gracias a los créditos concedidos por el sistema bancario, y el *stock* de dinero aumenta en la medida adecuada, por tanto adopta la hipótesis de que la financiación de la inversión adicional se realiza a través de lo que se denomina creación de poder de compra. La demanda de créditos bancarios aumenta, son concedidos por los bancos, y estos créditos dan lugar a depósitos bancarios; es decir que en ese instante el *stock* de dinero aumenta.

1.5 Conceptualización Keynesiana

El concepto básico de dinero en la Teoría Monetaria es el dinero de cuenta, medio que permite la cancelación de deuda. Según Keynes, el dinero de cuenta, es aquel en que se expresan todas las deudas, los precios y el poder de compra, es el concepto básico que se maneja en la teoría del dinero. El dinero de cuenta es anterior a cualquier forma de dinero que sustente valor abstracto. El dinero de cuenta aparece al mismo tiempo que las deudas que son contratos para diferir los pagos y los precios que son ofertas de compra y venta.

El dinero, se entrega para pagar deudas, los precios de los contratos y se mantiene como poder de compra almacenado, deriva su forma de su relación con el dinero de cuenta, ya que las deudas y los precios tienen que expresarse primero en términos del dinero de cuenta. Para Keynes el dinero, solo puede existir en relación con el dinero de cuenta. También nos da la distinción entre dinero y dinero de cuenta diciendo que el dinero de cuenta es el género o título y el dinero es la cosa en la que se concreta.

Cuando Keynes hace referencia a los contratos y a las ofertas de compra y venta se observa una inclinación hacia la posición Chartalista al introducir la ley que los hace obligatorios e involucra al Estado. Una característica especial de los contratos en dinero es que el Estado se responsabiliza de hacerlos cumplir.

El dinero de cuenta siempre es continuo, ya que si se le cambia el nombre, la nueva unidad tiene que mantener una relación definida con la antigua. El estado es el encargado de definir la fórmula de la nueva unidad de cuenta en términos de la antigua unidad de cuenta. Vamos a tener dos categorías derivadas del dinero de cuenta: las ofertas de contratos y las deudas que se expresan en términos de dinero y el dinero que sirve cuando se entrega para poder liberar una deuda o cumplir un contrato.

Los diferentes reconocimientos de deuda son los sustitutos apropiados del dinero, que nos sirve para liquidar las transacciones. A los reconocimientos de deuda utilizados de este modo los llama, *dinero bancario*, pero nos dice que no son estrictamente dinero. El *dinero bancario* es simplemente un reconocimiento privado de deuda, expresado en dinero de cuenta que se utiliza como dinero circulante propiamente dicho para liquidar transacciones. Por lo tanto, tenemos frente al dinero del Estado o dinero en sentido propio al *dinero bancario* o reconocimiento de deuda.¹¹

El *dinero bancario* no sólo representa una deuda privada como lo mencionamos en el párrafo anterior, sino también una deuda propia del Estado, por lo que este último utiliza prerrogativas Chartalistas, -- las cuales son definidas como el derecho de determinar cuál es el dinero de cuenta que en un momento determinado debe ser considerado como dinero--, para declarar que esa deuda, por si misma, pueda utilizarse para poder saldar las obligaciones. De esta forma Keynes muestra como el *dinero bancario* se transforma en dinero propiamente dicho, en una clase de dinero-símbolo. Cuando convertimos una deuda en dinero propiamente dicho, éste modifica su forma y ya no se debe considerar como una deuda porque lo importante de una deuda es que sea exigible en términos de alguna otra cosa. Por esta razón, considerar al dinero-símbolo como una deuda puede conducir a una concepción falsa.

Para Keynes el Estado puede tener tres formas de Dinero: *dinero-mercancía*, *dinero fiduciario* y *dinero dirigido*:

¹¹ Keynes, John Maynard (1930) [1996], *Tratado Sobre el Dinero. Teoría Pura y Aplicada del Dinero*, Madrid, Editorial Aosta, p.31.

- El *dinero-mercancía* está compuesto por unidades reales de mercancía no monopolizada, adquirida de forma libre y elegida para cubrir las funciones del dinero. Su oferta es regulada por la escasez y el costo de producción.
- El *dinero fiduciario*, actúa como dinero símbolo, es decir, es cualquier cosa que su valor intrínseco no tiene nada que ver con su valor nominal como dinero, y es creado por el Estado, pero no es convertible legalmente en otra cosa distinta y no tiene valor fijo en términos de un patrón objetivo.
- El *dinero dirigido* es parecido al dinero fiduciario salvo que aquí el Estado dirige las condiciones de su emisión de tal manera que, bien sea por medio de la convertibilidad de o de cualquier otra forma, tenga un valor determinado en términos de un objetivo.

Uno de los elementos fundamentales de la teoría del dinero es la cantidad total de dinero -contempladas todas las formas- en manos del público, misma que por lo regular no permite diferenciar si se trata de dinero del Estado o *dinero bancario*. A la suma de estas dos formas de dinero se le llama *dinero corriente*.

La cantidad total de dinero del Estado es sostenida parcialmente por la población, el banco central y los bancos miembros del banco central. El dinero mantenido por el banco central constituye su “reserva” para hacer frente a los depósitos, a los que se les conoce como *dinero del banco central*. Este dinero del banco central más el dinero del Estado en poder de los bancos miembros constituyen las reservas bancarias frente a los depósitos, y éstos a su vez integran el *dinero miembro* en manos del público que, junto al dinero del Estado constituyen el *dinero corriente* total.

Bajo el razonamiento keynesiano, la demanda de dinero no es por unidades de dinero si no por el poder de compra que esta unidad va a tener. Sin embargo, no hay forma de conservar el poder general de compra, por lo cual la demanda de poder de compra se transforma en la demanda de una cantidad de dinero ‘equivalente’. Así, el poder de compra del dinero depende de la cantidad de bienes y servicios que la unidad monetaria puede comprar.

Siguiendo a Keynes, por poder de compra del dinero entendemos el poder del dinero para adquirir los bienes y servicios en que los individuos de una comunidad gastan con el propósito de consumir.¹² Entonces el poder de compra se mide por la cantidad de bienes y servicios ponderados de acuerdo al peso de cada uno de ellos como objeto de

¹² Keynes, op. cit., p.68.

consumo que una unidad de dinero compra, y el número índice apropiado para medir el poder de compra del dinero es el llamado índice de precios al consumo. Por lo tanto, el poder de compra del dinero tiene siempre que estar definido en relación a un conjunto particular de individuos en una situación dada.¹³

En el mismo sentido, El concepto del dinero de cuenta que se maneja al principio del capítulo es definido con el objeto de satisfacer la necesidad de un término en el que se exprese el poder general de compra, es la forma en la que se conservan las unidades de poder de compra, y el número índice del precio de una mercancía compuesta representativa del consumo es el patrón en el que se miden las unidades de poder de compra.

Al dinero se le atribuyen dos características esenciales: 1) su elasticidad de producción es muy baja o nula, no puede ser producido fácilmente y, 2) una elasticidad de sustitución baja o igual a cero debido a que el dinero tiene la particularidad de tener una utilidad que procede solamente de su valor de intercambio. La combinación de estas propiedades implica cambios en la preferencia de la liquidez, lo cual puede aumentar la demanda de dinero. **Keynes a estas dos características las considera el núcleo de las causas del desempleo.**

En Keynes, el *stock* de dinero es considerado, junto con la unidad de salario, como unión de datos importantes de la economía, cuando se considera que el *stock* de dinero está dado, nada va a decir sobre las fuerzas que pueden provocar una variación en el *stock* de dinero. En concreto esto no significa necesariamente que el *stock* de dinero esté determinado exógenamente por el gobierno o por el banco central. Keynes distingue tres tipos de motivos para mantener dinero: los de transacción, preocupación y especulación, estos motivos se traducen a lo que es la demanda de dinero.

Cuando el dinero actúa como reserva de riqueza tiene la característica de ser estéril mientras que todas las demás formas de conservar riqueza reportan un interés o un beneficio. Keynes explica este fenómeno en términos de la incertidumbre asociada al rendimiento de las obligaciones, en comparación de la seguridad de lo que logra el dinero, a pesar de ser estéril. En este sentido el dinero proporciona liquidez y es útil para cubrirse frente a la incertidumbre.

¹³ Ibid.

1.6 Conceptualización Postkeynesiana

El dinero no es más ni menos lo que se da o se recibe generalmente por la compra o venta de artículos, servicios u otras cosas. El dinero se devalúa, siempre va a tener un papel importante tanto para los que lo tienen como para los que carecen de él. Para los Postkeynesianos el dinero tiene dos características específicas: una elasticidad de producción nula (cuando aumenta la demanda de dinero, no se emplea trabajo para producir más) y una elasticidad de sustitución prácticamente nula (de manera que cuando la demanda de dinero aumenta no puede ser satisfecha por sustitutos cercanos). Por lo tanto, el dinero no puede ser neutral. Ante las preocupaciones por el futuro aumenta la demanda de dinero, y como no existe un sustituto cercano ni tampoco se puede asignar más trabajo a la producción de dinero, la creciente demanda por mantener más dinero no puede ser satisfecha. Los precios de los activos deben bajar y los tipos de interés deben aumentar hasta que los agentes estén satisfechos manteniendo la cantidad de dinero existente.

Cuando los precios de la demanda o los precios que los agentes están dispuestos a pagar caen por debajo de los precios de la oferta de capital, la inversión se desploma permitiendo la caída de la producción por la vía del efecto multiplicador. Pero, cuando los agentes se muestran optimistas con respecto a preocupaciones futuras el deseo de mantener liquidez disminuye aumentando los precios de los otros activos, ya que los agentes intentan desprenderse de sus saldos monetarios comprando activos, y disminuyen los tipos de interés. Ahora bien, cuando los precios de la demanda de los activos de capital aumentan por encima de los precios de oferta la inversión crece provocando un aumento de la producción por el efecto multiplicador, y es así como para los Postkeynesianos el dinero no es neutral.

Actualmente los Postkeynesianos suelen reconocer la importancia del dinero no sólo como *stock* para reducir las preocupaciones, sino como un flujo que representa el contrapeso de todo gasto real y de flujo de renta. Sin embargo, al interior del enfoque monetario postkeynesiano existen diferentes puntos de vista, mientras los **postkeynesianos estadounidenses tienden a privilegiar el concepto de dinero como una variable *stock*** (poseído en cuanto activo más líquido como una especie de seguro en un mundo incierto), **la escuela del circuito monetario** (principalmente en Francia desarrollada por Le Bourva, y más tarde por Schmitt y Parguez, pero también en Italia

por Graziani) **considera al dinero una variable de flujo exigida para financiar un gasto.**¹⁴

La noción de dinero endógeno es la pieza clave de la teoría monetaria postkeynesiana, ocupa un lugar central en el esquema, ya que la oferta de dinero está determinada de forma endógena y explícita en la demanda de créditos bancarios. Esta corriente postkeynesiana del dinero endógeno tiene dos enfoques el **acomodacionista** y **estructuralista**. Los estudiosos inscritos en la primera vertiente afirma que la oferta de dinero está determinada sólo por el crédito y la autoridad monetaria es quien fija el tipo de interés corriente (la tasa de interés es exógena) y está obligada a acomodar cualquier aumento de la demanda de reservas generado por las actividades de crédito de los bancos. Para los estructuralistas la oferta de dinero depende igualmente de la demanda de créditos y de la reacción de las autoridades monetarias, pero la oferta de dinero también va depender de las prácticas de gestión de activo y pasivo de los bancos comerciales. Así, aunque la autoridad se niegue a acomodar todo el aumento de demanda de reservas, los bancos comerciales son capaces, por su propia iniciativa, de acomodar parcialmente un incremento de demanda de crédito.

1.7 Diferentes Formas de Dinero Endógeno

El Dinero Endógeno Mengeriano. En el estudio de Menger (1882) se explica la adopción de una mercancía concreta como el dinero debido a su capacidad de ser intercambiable. La mercancía es elegida como dinero porque reduce los recursos utilizados para realizar el intercambio y por tanto mejora la utilidad de los agentes. En el modelo de equilibrio (Niehans, 1971), la mercancía elegida como dinero es aquella que tiene los menores costes de transacción. Un modelo semejante es el de (King y Plosser, 1986) demuestra como el dinero reduce los costos de intercambio, lo que permite a los agentes disfrutar de los beneficios de la especialización de la producción, y por último, (Kiyotaki y Wright, 1992) se presenta un modelo de prospección en el que el dinero reduce los costos de búsqueda de los agentes que participan en el intercambio. La importancia característica de los modelos mencionados en el párrafo anterior, es la selección de una mercancía en relación con sus características y su capacidad de intercambiarse fácilmente y a bajo coste. El dinero resulta ser, por tanto, endógeno.

¹⁴ Rochon, Louis-Philippe y Piegay (2006), *Teorías Monetarias Postkeynesianas*, Madrid, Akal, p.60.

La Endogeneidad del Banco Central. Aquí se maneja la *endogeneidad* del dinero junto con el control debido a que la oferta de dinero puede ser endógena en la función de reacción de los bancos centrales y al mismo tiempo esta oferta puede ser perfectamente controlable, sin embargo, también puede ser endógena pero no controlable. En el primer caso, la *endogeneidad* es total y es producto exclusivamente de la función de reacción del banco central; en el segundo una parte de la oferta de dinero es generada desde el interior de la economía, por consiguiente el banco central no puede controlar.¹⁵ El banco central reacciona ante perturbaciones monetarias para estabilizar la economía.

La endogeneidad fiscal. En este caso, se insiste en la restricción presupuestaria del gobierno y en superávits y déficits presupuestarios que van a presentarse en los *stocks* de activos. En la medida que los déficits son financiados con dinero hacen aumentar su oferta.

Multiplicador del Dinero y Endogeneidad de Cartera. La oferta de dinero depende de las preferencias de los agentes por el dinero en relación a otros activos a la hora de establecer la composición de su cartera. El multiplicador monetario supone activos que se mantienen en proporciones fijas, mientras que en los desarrollos más complejos las proporciones de los activos varían de manera endógena en respuesta a las variaciones de la renta y de los tipos de interés. Como consecuencia se produce una variación del multiplicador del dinero y la oferta de dinero resulta endógena.

El Dinero Endógeno Postkeynesiano. Los poskeynesianos enfatizan en los créditos bancarios, una vez gastados los préstamos bancarios se crean los depósitos. En lugar de dar importancia exclusivamente al pasivo de los balances bancarios se da importancia a los activos. Tras centrarse en los créditos bancarios sobre la oferta de dinero los Postkeynesianos se encuentran divididos en lo que se refiere al proceso de cobertura de los depósitos creados por los créditos. Según los **acomodacionistas** el banco central suministra automáticamente toda la liquidez (Moore, 1988). Por el contrario, para los **estructuralistas** son esenciales tanto dicha gestión como el proceso por el que el banco central inyecta liquidez en el sistema (Palley, 1996), ya que el banco central no necesariamente suministra liquidez.

La Endogeneidad de la Oferta de los Mercados Financieros. Cuando los bancos realizan intermediaciones se crean los fondos de dinero interno. Cuando los bancos aumentan su intermediación hacen que los movimientos de la oferta monetaria se hagan

¹⁵ Ibid, p. 71.

procíclicos. Por lo tanto, la oferta de dinero continuará siendo endógena, pero ahora dependerá de factores que afecten la demanda y la oferta de servicios de intermediación de las empresas bancarias.

Dinero Endógeno y Distribución Sectorial del Dinero. Este enfoque se basa en la distribución de los saldos monetarios en la economía. Las modificaciones en las distribuciones del dinero permiten al sistema acomodar una actividad real en alza, tratándose más de una cuestión de cartera, que a una cuestión de circuito de actividad.

1.8 Base Monetaria

La **base monetaria es** definida por su uso y sus fuentes. **Por el lado del uso la base monetaria es el pasivo monetario del banco central**, principalmente por los rubros de billetes y monedas en circulación en poder del público más el saldo neto total que las instituciones de crédito mantienen en el banco central. **Por el lado de las fuentes la base monetaria está compuesta por los activos internacionales netos** (oro, divisas) **más el crédito interno neto**, (crédito neto del banco central al sector público y el crédito del banco central al sistema financiero).

Las operaciones que el banco central realiza en el mercado de dinero buscan equilibrar la demanda de base monetaria con la oferta de dinero. Esto se realiza mediante el suministro o retiro de dinero de la economía. A esto se le conoce como expansión o contracción de la base monetaria. Cuando el banco central trata de expandir la base monetaria compra divisas, valores o créditos otorgados a la banca y cuando trata de contraer la base monetaria hace lo contrario, vende divisas, valores o créditos otorgados a la banca. En este proceso de equilibrio del mercado de dinero es donde el banco central determina las tasas de interés de corto plazo.

El banco central mediante el tipo de redescuento puede modificar la base monetaria y encarecer así los créditos que otorga a las instituciones financieras. Por ejemplo, si eleva el tipo de redescuento, los créditos que el banco central concede a las instituciones serán más caros, por lo tanto estas instituciones demandarán menos dinero lo que generará una contracción de la base monetaria. En el caso contrario, si baja el tipo de redescuento esos créditos serán más baratos, por lo que las instituciones financieras solicitarán mayores cantidades de dinero ocasionando una expansión de la base monetaria.

Con las operaciones de mercado abierto (compra-venta de valores de deuda pública) el banco central también genera modificaciones en la base monetaria. Por tanto, si el

banco central compra deuda pública está aumentando la liquidez del sistema, pues las instituciones financieras están sustituyendo valores de renta fija por liquidez que pueden destinar para préstamos. Si el banco central vende deuda pública a las instituciones financieras disminuyen los depósitos que las instituciones bancarias realizan en el banco central debido a que los recursos bancarios son destinados al pago de la compra de dichos valores.

1.9 Agregados Monetarios

Definición Global de los agregados monetarios de acuerdo a las directrices del Fondo Monetario Internacional.

No existe una única definición del dinero que pueda aplicarse a todos los países, por lo tanto el **Fondo Monetario Internacional (FMI)** nos **describe los aspectos que un país debe de tomar en cuenta para poder derivar las mediciones del dinero**, en el caso del presente trabajo, los agregados monetarios. Para que cada país defina sus mediciones de dinero, los países deben de tener en cuenta tres dimensiones: que instrumentos incluir, a quienes incluir como tenedores de dinero y que instituciones incluir como emisores de dinero.

Primero, los instrumentos que los países deberían incluir en la definición de dinero son los billetes y monedas, los depósitos y los valores distintos de acciones. Por lo regular siempre se incluye la moneda local de cada país y los depósitos transferibles en las mediciones de dinero, y otros depósitos (cuentas de ahorro, a plazo, fijos), a menos que estos últimos estén sometidos a tantas restricciones que no sirvan para los fines propios del dinero.

Segundo, al definir una medida de dinero, los países también deben especificar a quiénes se incluirá como tenedores de los instrumentos monetarios. La mayoría de los países incluye en esa definición a todos los sectores residentes excepto las sociedades de depósito y el gobierno central. Por lo tanto, son tenedores de dinero los gobiernos estatales y locales, las sociedades no financieras, las sociedades financieras que no son sociedades de depósito, los hogares y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares.

Tercero, los emisores de dinero abarcan todas las sociedades financieras que tengan como pasivos instrumentos financieros a los que se atribuyen características monetarias. Este grupo de instituciones estará integrado por el banco

central (generalmente el emisor de moneda), los bancos comerciales y otros que aceptan depósitos transferibles, unidades que aceptan otros tipos de depósitos (cajas de ahorro, sociedades de crédito inmobiliario, etc.), y unidades que emitan valores a corto plazo considerados por los tenedores como sustitutos cercanos de los depósitos.

Muchos países especifican una variedad de medidas de dinero, que van desde M1 (billetes y monedas y depósitos transferibles) a M2, M3, M4 y así sucesivamente. Los agregados difieren según el grado de monetización de los activos incluidos. Los agregados monetarios de orden más alto incluyen una variedad más extensa de instrumentos monetarios, como los depósitos denominados en moneda extranjera y los depósitos a plazos de vencimiento más largos o sujetos a mayores restricciones para su conversión en dinero transaccional.

El dinero va a tener cuatro funciones básicas a saber:

- Medio de pago: medio para adquirir bienes y servicios y activos financieros sin recurrir al trueque.
- Depósito de valor: medio de tenencia de patrimonio o riqueza.
- Unidad de cuenta: patrón para denominar los precios de los bienes y servicios y los valores de los activos financieros y no financieros, proporcionando de esa manera un medio para comprar valores y preparar las cuentas financieras.
- Patrón para pagos diferidos: Medio de vincular valores actuales y futuros en contratos financieros.

De acuerdo con el FMI, al elaborar los agregados monetarios se deben considerar tres aspectos:

1. los pasivos financieros que deben ser incluidos en los agregados monetarios,
2. los sectores que mantienen dinero y
3. los sectores que son emisores de dinero.

De esta manera, y conforme con el FMI, los billetes y monedas y los depósitos transferibles constituyen los activos financieros más líquidos. Por depósitos transferibles se entiende todos los depósitos que son intercambiables, sin sanciones ni restricciones, a la vista y a su valor nominal, y que son utilizables para efectuar pagos a terceros por medio de cheque, giro, orden de pago u otro instrumento de pago directo.

La liquidez de estos activos y su utilidad como medio de pago obedecen a las siguientes características: a) curso legal o aceptación general; b) valor nominal fijo, aunque su valor real varía con las fluctuaciones del nivel de precios; c) transferibilidad; d) costos

de transacción nulos o cercanos a cero; d) divisibilidad, la que permite realizar transacciones de pequeños montos, e) sin vencimiento y f) rendimiento cero o muy bajo, puesto que su utilidad como medio de pago compensa al tenedor por la pérdida de intereses.

Para los sectores de tenedores de dinero, se recomendó considerar:

- a. corporaciones públicas y no financieras
- b. gobiernos distintos del Gobierno Central
- c. hogares y unidades sin fines de lucro
- d. todas las instituciones financieras distintas de sociedades de depósitos y Banco Central (incluye AFP, compañías de seguros, fondos mutuos, etc.).

Se supone que estos sectores solo deben incluir a residentes, pero en general la mantención de dinero por parte de no residentes es mínima, por lo cual no vale la pena separarla. En casos especiales se puede incluir al Gobierno Central dentro de los agregados monetarios, si su comportamiento financiero está limitado a sus depósitos, es decir, si no puede recibir dinero del Banco Central o emitir deuda pública sin mayores restricciones.

Al elaborar los agregados de monetarios, es necesario evaluar el grado de monetización de una amplia gama de activos financieros, centrándose en la capacidad de cada clase de activo financiero para proporcionar liquidez y servir como depósito de valor. La liquidez se refiere a la medida en que pueden venderse los activos financieros a su pleno valor de mercado, o a un valor muy próximo, en un plazo breve. Los activos financieros más líquidos son los billetes y monedas y los depósitos transferibles, porque pueden utilizarse como medio de pago; es decir, son intercambiables de inmediato a su pleno valor nominal para adquirir bienes, servicios y activos financieros o no financieros. Los activos financieros que no sean billetes y monedas y depósitos transferibles deben poseer por lo menos cierta liquidez si se han de incluir en los agregados de dinero. La selección de los activos financieros que han de incluirse en los agregados de dinero debe de reflejar una relación inversa entre su liquidez y su utilidad como depósitos de valor en términos reales.

A partir de 1987, el Banco de México redefinió los agregados monetarios, con la nueva metodología se pretendió clasificar a los instrumentos que integran los agregados monetarios de acuerdo con su grado de liquidez.

Los cuatro agregados más usuales son:

- **M1** se le llega a considerar como el más estrecho. Incluye a los billetes y monedas en poder del público; a las cuentas de cheques en monedas nacional y extranjera en poder de los residentes en el país, y los depósitos en cuenta corriente con interés en moneda nacional.
- **M2** incluye a M1 además de que mide el esfuerzo del ahorro interno total incluye el resto de instrumentos bancarios y no bancarios, la captación bancaria de residentes, los valores públicos y privados en poder de residentes y los fondos para el retiro.
- **M3** incluye a M2, a la captación bancaria de residentes del exterior y a los valores públicos en poder de no residentes.
- **M4** incluye M3 y la captación que realiza la banca mexicana a través de sus agencias en el exterior, esta puede provenir residentes o no residentes.

Estos agregados van incluir solamente el ahorro del sector público, por tener este un comportamiento que va responder en mayor medida a las señales económicas de ingreso y de precio.

Capítulo 2

El Sistema Monetario Internacional

Introducción

El objetivo del presente capítulo es explicar el comportamiento del sistema monetario internacional adoptado durante la segunda posguerra, hasta mediados de la década de los años noventa con la finalidad de esclarecer los motivos que condujeron a sustentar la política monetaria en los agregados monetarios. En este periodo se han presentado varias crisis dentro del sistema monetario internacional, y para tratar de controlarlas se ha pasado de un sistema de tipo de cambio fijo a un sistema de tipo de cambio flotante. No obstante, diversos han sido los resultados producto de los acuerdos tomados por los países desarrollados y las herramientas monetarias utilizadas para controlar el sistema monetario internacional, que como podremos ver más adelante se caracteriza por las innumerables fluctuaciones económicas presentadas.

El sistema monetario internacional es la forma de organización de las relaciones monetarias a nivel mundial, la cual está constituida mediante los acuerdos de organismos y autoridades monetarias sobre los tipos de cambio reconocidos internacionalmente. Para realizar las transacciones del comercio mundial y las inversiones internacionales se necesita la existencia de medios de pago, que se engloban con la denominación de liquidez internacional, la cual está en el centro de gran parte de los problemas del sistema monetario internacional.¹⁶

Este sistema debe de facilitar el financiamiento del desarrollo económico de los diferentes países y fomentar el crecimiento equilibrado del comercio mundial, en condiciones de inflación moderada. Además de otra función primordial que es la de una distribución equitativa del ingreso y la riqueza.

Lo que podemos ver en los diferentes estudios acerca del sistema, es que no ha contribuido de manera importante a la ejecución de programas económicos nacionales que favorezcan el crecimiento económico internacional más estable. El ejemplo más reciente es la crisis *subprime*, donde en 2009 se tuvo un crecimiento económico

¹⁶ Chapoy, Alma (2001), *El Sistema Monetario Internacional*, México, Miguel Ángel Porrúa-IIEc-UNAM, p. 7.

negativo prácticamente para todo el mundo. Esta última crisis se debió a la expansión del crédito y debido a que los inversionistas buscaban nuevas formas de obtener ganancias, que trajeron consigo alza de precios de la vivienda y una toma excesiva de riesgos. Después de un auge inmobiliario en los Estados Unidos, que se convirtió en el origen de la crisis financiera y económica del alcance mundial. El detonador fue el crecimiento del llamado mercado de hipotecas *subprime* caracterizado por tasas de interés variables, prestatarios con malos antecedentes crediticios y concesión de préstamos de alto riesgo financiero. Esto se debió a que en 2001 y 2004 las tasas de interés eran bajas, esto alentó a la gente a endeudarse, y al subir las tasas de interés, las deudas se volvieron impagables. Entonces esta deuda rebasó el mercado *subprime* de Estados Unidos y se extendió a los principales mercados inmobiliarios, al crédito al consumo y al crédito para las empresas.

Es por esto que el sistema monetario internacional debe ser objeto de reformas, las cuales no deben reducirse a adoptar medidas relativas al tipo de cambio o a las reservas monetarias internacionales con los cuales se realizan los pagos de las transacciones internacionales, sino que debe estimular mecanismos de comercio y pagos que produzcan una economía en expansión.

El tipo de cambio entre las principales monedas nacionales o divisas, fluctúa minuto a minuto, esta es la razón por lo cual es uno de los ejes de las preocupaciones de quienes se encargan de estudiar los problemas derivados de la interacción económica entre los países. El tipo de cambio debe estar en un nivel que haga posible la igualdad entre la balanza de cuenta corriente (incluye los movimientos de bienes y servicios entre un país y el resto del mundo) y la balanza de cuenta de capital (incluye la transferencia de inversiones de corto y largo plazo de un país con el resto del mundo además de las reservas monetarias oficiales), pero con signo contrario a fin de que se logre un equilibrio.

El tipo de cambio se determina por la interacción de los agentes económicos que para realizar pagos internacionales (y también para especular), compran y venden divisas en lo que se conoce como mercado cambiario. Podemos ver que noticias importantes e impredecibles, desde el punto de vista económico y política circulan casi instantáneamente por todo el mundo afectando muchas veces de manera importante las decisiones de los agentes económicos para mover sus capitales en el mercado cambiario, determinando así las variaciones a corto plazo de los tipos de cambio.

Debido a estos grandes cambios en el sistema monetario, los agregados monetarios se han tenido que modificar para poder tener mediciones del dinero, saber cómo se comporta en el sistema monetario, también se han modificado dependiendo de los objetivos que se pretenden alcanzar con la política monetaria. El Fondo Monetario Internacional, en 2001 publicó un manual de estadística, en donde publica cuáles son las directrices para que cada país pueda definir los agregados monetarios dependiendo de sus objetivos.

2.1 Controversia entre Keynes y White

Ante los desajustes mundiales que condujeron a la crisis del libre comercio basada en el patrón oro y la confrontación por los mercados expresada en dos guerras mundiales y la gran depresión, que fue seguida por la multiplicación de acuerdos bilaterales y el abandono del patrón oro, quedó en evidencia que el sistema de mercado no producía y no producirá de manera automática el equilibrio, y por tanto se requería de la participación del Estado para recuperar el crecimiento. Al finalizar la Segunda Guerra Mundial la reconstitución del mundo capitalista apremiaba reformas para cambiar el rumbo. Ante estos hechos, tanto Estados Unidos de América (EUA) que estaba teniendo una balanza de pagos superavitaria y Gran Bretaña, con una balanza deficitaria, estaban formulando planes para que se pusiera en orden el Sistema Monetario Internacional, por el lado de Estados Unidos de América Harry Dexter White, y por el lado de Gran Bretaña John Maynard Keynes propusieron sendos planes para lograr el nuevo orden internacional que explicaremos a continuación:

Keynes sugería alcanzar el pleno empleo con apoyo e intervención del Estado en la vida económica. La necesidad de ampliar la participación del Estado para generar mecanismos de cohesión que permitieran la coexistencia de la libertad con mayores niveles de equidad. Proponía una reforma monetaria basada en tasas de cambio flexibles, (fijadas por los bancos centrales cada semana, los jueves), sus recomendaciones sugerían el abandono del patrón oro.

De 1941 a 1944 una de las preocupaciones centrales de Keynes fue generar un nuevo orden monetario internacional que sustituyera al patrón oro con objeto de evitar sus efectos deflacionistas y la repetición de los desordenes monetarios del periodo de entreguerras. El plan partía de la imposibilidad de retornar al patrón oro y planteaba la alternativa de cooperación monetaria internacional, centrada en la creación de una

Unión de Compensación Internacional. Similar a lo planteado en 1933 de crear una autoridad internacional que emitiera una especie de billetes-oro, hasta un máximo fijado como cuota para cada país en proporción a sus reservas de oro; que los tipos de cambio pudieran modificarse al igual que los tipos de interés. La unión funcionaría con una moneda nominal banco que tendría una paridad no fija, pero si estable con el oro.

El *Plan de Keynes* aspiraba a conseguir una fuerte expansión del comercio internacional proporcionando mayores niveles de liquidez y la posibilidad de hacer frente a los saldos deficitarios pasajeros mediante el crédito de divisas, haciendo innecesarios los acuerdos bilaterales. Se tenían que extender los principios bancarios al campo internacional combinando las grandes ventajas que había tenido el patrón oro durante el siglo XIX, pero sin sus desventajas, pues daba flexibilidad necesaria para hacer frente a las necesidades de la posguerra. El carácter multilateral del plan, quizá daría flexibilidad para mantener el área de la libra, no se oponía a diversos acuerdos que pudieran tener las naciones.

Harry Dexter White, comenzó en 1941 con la idea de conseguir una estabilización de los tipos de cambio que permitiera la expansión del comercio mundial y diera confianza y facilidad al movimiento de capital a largo plazo que se iba a precisar después de la guerra. White tenía como propósito estabilizar los tipos de cambio y fortalecer los sistemas monetarios de los países aliados, crear una agencia con medios y facultades para conceder el capital necesario a corto plazo con objeto de incrementar el volumen de comercio exterior y ayudar a la reconstrucción cuando se terminara la guerra.

La propuesta de White compartía con Keynes la idea de que en la posguerra debían crearse controles para asegurar la prosperidad del mundo. Contenía el proyecto para un fondo de estabilización y para un banco internacional. El fondo tenía el objetivo limitado de ocuparse de los problemas de cambios internacionales y balanza de pagos, era un fondo en el sentido en que lo fueron el fondo británico de igualación de cambios y el fondo norteamericano de estabilización construido con las cuotas que aportarían las naciones afiliadas

Los dos esquemas eran:

Fondo de Estabilización por White y la Unión de Compensación por Keynes, los propósitos para los que serían creados: estabilización de los tipos de cambio en el primero, y ayuda financiera para Gran Bretaña en la posguerra en los marcos de una política internacional en el segundo.

1. El fondo contaba con unas cuotas iniciales aportadas por los países miembros a través de una suscripción general de capital. La unión proporcionaba cuotas iniciales a sus miembros a través de la creación de un crédito internacional. (moneda nominal *bancor*).
2. Las cuotas representaban en el proyecto del fondo un derecho a comprar las monedas de otros países, mientras que en la unión eran facilidad de giro-crédito- sobre una cuenta internacional.
3. El fondo presumía la libertad de los particulares para efectuar transacciones en divisas derivadas de operaciones por cuenta corriente, mientras la unión exigía que dichas transacciones se centralizaran en los bancos emisores a través de controles nacionales.
4. El fondo prefería, en principio, el control de los movimientos de capitales, aunque en la práctica podían establecerse correctivos *ex post*. La unión suponía el control de los movimientos de capital y el examen previo de todas las transacciones.
5. El fondo establecía sanciones para la parte más débil, mientras que la unión contenía correctivos para ambas partes.
6. La intención general del fondo era distribuir una pequeña parte de recursos exteriores existentes, pero no con fines expansionistas, mientras que el propósito de la unión era claramente expansivo.

Estos dos proyectos tenían diferencias esenciales: la regulación de los tipos de cambio era básico en la construcción de Keynes porque pensaba dar mayor autonomía relativa a las economías nacionales, mientras que el plan estadounidense tendía a mercados libres de divisas.

El **Plan Keynes** tenía presente los problemas derivados del déficit exterior de Gran Bretaña en los años de posguerra, la necesidad de estimular el ajuste de los países con superávit y el poder efectuar correcciones en el desequilibrio exterior mediante modificaciones del tipo de cambio sin incurrir en una cadena de devaluaciones competitivas. El *Plan White*, en cambio partía de la posición de superávit exterior que iba a tener estados unidos en la posguerra y era un elemento en la gran batalla por conseguir un comercio más libre.

A finales de junio de 1943 Keynes preparó los documentos síntesis de la *Clearing Unión and Stabilization* en los que ya se aceptaban las condiciones esenciales del **Plan**

White: el principio de suscripción – cuotas- la limitación de la responsabilidad y los votos dependerían de sus cuotas.

En el siguiente apartado veremos que se adoptó el esquema de White de que se funcionara como fondo y no como banco.

2.2 Ruptura del Sistema Monetario Internacional de la Segunda Posguerra

Al finalizar la segunda guerra mundial los gastos para reconstrucción de los países hizo crecer excesivamente la circulación monetaria a nivel global provocando serios problemas. En el transcurso de la guerra se hicieron planes para organizar el Sistema Monetario Internacional para poder poner fin a la inestabilidad monetaria, a las restricciones cambiarias, a los controles en los movimientos de capital y de las barreras que obstaculizaban el comercio internacional para que la economía mundial pudiera prosperar.

El resultado de los planes fue la Conferencia de Bretton Woods (del 1 al 22 de julio de 1944) que vio el nacimiento de un sistema basado en tipos de cambio fijos que podían expresarse tanto en oro como en dólares estadounidenses, mismos que pasaron a formar gran parte de las reservas monetarias prácticamente de todos los países. El dólar era convertible en oro en proporción de 35 dólares por onza troy de oro.

En Bretton Woods se creó el Fondo Monetario Internacional (FMI) al que se le asignó como rol principal ser el núcleo del sistema monetario mundial, así como también debía crear y controlar la liquidez internacional y garantizar un sistema de tipos de cambio estables pero ajustables, para lo cual ayudaba a los países que tenían dificultades transitorios en la balanza de pagos a mantener la estabilidad cambiaria como factor coadyuvante al desarrollo de la economía internacional. El Fondo Monetario Internacional en sus artículos aceptaba la posibilidad de devaluar en caso de que se presentara un desequilibrio fundamental en los pagos internacionales.

La idea principal de Estados Unidos de América (EUA) durante la segunda guerra mundial era la de crear una economía nacional, más que a una economía mundial abierta, por esta razón cuando se creó el Fondo Monetario Internacional, esta institución monetaria se configuró inicialmente bajo los pilares del capitalismo nacional de EUA.

Estados Unidos de América, emergió al finalizar la guerra con un poderío económico acrecentado, lo que le permitió poner a disposición del mundo, en especial para Europa considerables cantidades de dólares. Estados Unidos de América se caracterizaba por

tener un superávit en su balanza de pagos¹⁷, resultado de las grandes ventas de productos que éste realizaba a los países europeos que tenían la gran tarea de reconstruir sus economías. La producción económica había descendido muy por debajo de los niveles que existían antes de la guerra, entonces los países europeos realizaban compras a EUA, por lo cual empezaron a requerir de un monto mayor de dólares.

La solución para que los países europeos obtuvieran dólares se dio a través del otorgamiento de préstamos y donaciones por parte de EUA. Después surgió el llamado Plan Marshall que entre 1948 y 1952 distribuyó a 16 países europeos: Alemania, Austria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia, Suiza y Turquía, en forma de ayuda directa casi 13, 000 millones de dólares [OCDE 1967]. Gracias al Plan Marshall, los países de Europa Occidental disminuyeron en pocos años la dependencia comercial que tenían con Estados Unidos.

El plan Marshall tenía tres metas económicas fundamentales:

- La restauración del multilateralismo
- Estabilidad de precios
- Recuperación de la producción

Estas tres metas estaban estrechamente interrelacionadas, “el logro del multilateralismo dependía de la estabilidad de precios, ya que la terminación de la inflación haría que los niveles de precios fuesen suficientemente realistas para la apertura de comercio”.¹⁸ El problema central de la política económica exterior de los Estados Unidos durante la mayor parte de los años cincuentas giraba alrededor de la cuestión aparentemente técnica de la regulación de la oferta de liquidez.

Estados Unidos de América empezó a invertir en los sectores económicos europeos que prometían mayores beneficios, expandiendo su economía, con lo cual logró convertir al dólar en la moneda internacional, usada para las transacciones comerciales. Así los gobiernos, los bancos centrales, y bancos comerciales empezaron a acumular dólares en sus reservas monetarias internacionales.

Al darse esta sobreoferta de dólares se establecieron las bases para la existencia de un **patrón cambio dólar** más que de un patrón cambio oro. Las circunstancias dominantes por parte de EUA en la posguerra determinaron que los bancos centrales estuvieren

¹⁷ Superávit de balanza de pagos es la suma de los movimientos de bienes y servicios de un país y el resto del mundo más las transferencias de inversiones de corto y largo plazo entre un país y el resto del mundo

¹⁸ Block L., Fred (1980), *Los orígenes del desorden económico internacional*, México, Fondo de Cultura Económica, p. 139.

dispuestos a guardar dólares como partes de sus reservas, ya que se consideraban tan buenos como el oro. En los primeros años de la posguerra el patrón *cambio dólar* funcionó de manera aceptable.

El oro seguía siendo un medio de pago internacional, pero el dólar se convirtió en la moneda de reserva o clave, debido en gran parte a que EUA tenía un papel económico importante además de sus reservas en oro (24,500 millones de dólares) que eran cerca de tres cuartas partes de las reservas de oro mundiales (33,000 millones de dólares) [FMI, 1950].

La reconstrucción económica de los países europeos permitió que éstos fueran aumentando sus propias reservas monetarias internacionales (oro y dólares); paralelamente la balanza de pagos de EUA se fue tornando deficitaria, se empezaron a presentar saldos negativos en sus transacciones internacionales, al igual que se presentaron desajustes económicos derivados de los gastos por la guerra de Corea. EUA siendo un país que invierte en el exterior grandes cantidades de capital necesitaba tener un superávit en cuenta corriente (es decir, un excedente en su comercio internacional de bienes y servicios) cuyo monto supere o iguale las salidas de capital.

Estados Unidos de América podía mantener la situación deficitaria debido a sus grandes cantidades de oro y sobre todo por la disposición de los otros países a conservar y atraer dólares (u obligaciones en dólares), que es lo mismo que conceder crédito a EUA. Debido a que el dólar sirve de reserva internacional, esta moneda debería de estar en todo momento en condiciones de convertir en oro sus obligaciones en el exterior (esto quedó establecido en Bretton Woods) ya que si no se siguiera esta regla se podía comprometer la solidez de la moneda. La magnitud en que crecieron los dólares que los extranjeros poseían en obligaciones a corto plazo de EUA hizo dudar la capacidad de ese país para canjearlos por oro.

En 1955 las tenencias de oro de EUA eran de 21,753 millones de dólares que cubrían ampliamente los pasivos extranjeros a corto plazo que ascendían a 11,895 millones, pero en marzo de 1969 las reservas de oro eran de 10,703 millones de dólares que cubrían apenas poco más de la tercera parte de sus obligaciones en el exterior de 30,057 millones de dólares; este cambio en la reducción de oro de la reserva de oro de EUA se debió en parte a los pagos para saldar los déficit en cuenta corriente que sufrió desde principios de los años cincuenta.

El precio del oro era muy bajo (35 dólares la onza troy), por lo cual derivó en una masiva conversión de dólares en oro, el precio fue establecido por EUA desde la

devaluación del dólar en 1934, lo cual era un hecho artificial y arbitrario puesto que en este periodo el nivel general de precios aumentó más de 100 por ciento. Debido a este bajo precio en el oro, la cantidad que del mismo iba a las reservas oficiales empezó a decrecer y esto creó tensiones en el Sistema Monetario Internacional, no solo porque la baja en las reservas de oro ocasionó dudas sobre la convertibilidad del dólar sino también por el temor de que al reducirse la participación del oro en las reservas, se limitaba el aumento de la liquidez total.

Se pensaba que el precio del oro aumentaría, lo que aumentó su demanda para fines no monetarios (atesoramiento, joyería) y redujo aún más la afluencia de ese metal a las reservas oficiales. La producción de oro, que era la reserva monetaria básica, iba al revés de las necesidades de liquidez y además se desviaba cada vez en mayor proporción a usos no monetarios. Esta insuficiencia de oro determinó la mayor participación de dólares en las reservas internacionales pero al menguar las reservas de oro de EUA la solidez del dólar se deterioraba.

Para poder contener la disminución de las reservas de oro y apartar al Sistema Monetario Internacional de las perturbaciones que producía la especulación con el oro, en marzo de 1968 se estableció un doble mercado para el oro: uno oficial con el oro a 35 dólares la onza, y otro libre donde el precio se fijaría de acuerdo con la oferta y demanda. Con esto los especuladores y quienes atesoraban oro pudieron elevar el precio del oro fuera del sector monetario; pero al contrario de lo que se esperaba, el alto precio alcanzado por el oro en el mercado libre hizo cada vez más absurdo el precio de 35 dólares por onza troy fijado en 1934.

Para frenar la salida de capital de EUA y poder equilibrar sus cuentas con el exterior de 1965 a 1967 el gobierno del presidente Lyndon B. Johnson realizó un programa de restricción voluntaria de las inversiones extranjeras directas estadounidenses. Pero al no poder frenar las salidas de capital en 1968 se hizo obligatoria esta restricción. Se tuvo un bajo impacto ya que desde tiempo atrás la inversión estadounidense en el exterior se financiaba en muy pequeña medida con capital estadounidense, esta restricción solo hizo que las empresas transnacionales estadounidenses recurrieran en mayor medida a los préstamos del exterior.

Sumado a lo anterior, la política económica aplicada en EUA por el presidente Lyndon B. Johnson en el periodo 1965-1968, agravó la situación. El gasto público sufrió un fuerte incremento por los desembolsos para financiar la guerra de Vietnam y por la expansión de los programas de educación pública y desarrollo urbano que formaban

parte de los planes presidenciales de la “gran sociedad”. Los millones gastados acentuaron el desequilibrio entre los dólares que circulaban en todo el mundo y las reservas de oro estadounidenses. Debido a que 1966 era año electoral no se realizaron aumentos de impuestos necesarios para compensar el incremento del gasto público y que evitara un crecimiento del déficit presupuestal, el cual impulsó la inflación en escala mundial.

Cuando en el mundo se puso en duda la estabilidad de la moneda estadounidense, los dólares en poder de extranjeros se canjearon no solo por oro sino también por otras divisas; por lo cual se produjo un aumento global de las reservas internacionales y de la oferta monetaria mundial. El problema era que no había reducción de la oferta monetaria de EUA, mientras que en otros países la entrada de dólares servía para la expansión múltiple de la oferta monetaria. La oferta en expansión de dólares inconvertibles en oro provocó una gran inflación mundial.

La expansión fiscal en EUA (bajos impuestos y mayor gasto público) elevó la inflación y deterioró seriamente su superávit en cuenta corriente. En 1965-1966, tratando de contener la inflación, se elevaron las tasas de interés, lo cual redujo la actividad económica en EUA por ello el Sistema de la Reserva Federal bajó las tasas de interés en 1967 y 1968, pero entonces aumentó la inflación. En 1968 se elevaron los impuestos, pero esta medida fue demasiado tarde para reparar el daño en la economía estadounidense y al Sistema Monetario Internacional.

2.3 Fin de los tipos de Cambio Fijos

Cuando se agotaron las posibilidades de que el dólar siguiera funcionando como instrumento creador de liquidez surgió el peligro que el mundo sufriera severas depresiones. Por tanto, para solucionar la falta de liquidez y de simetría en el Sistema Monetario Internacional en 1969 el FMI decidió crear los Derechos Especiales de Giro (DEG), un tipo especial de moneda cuyo objetivo era suministrar liquidez adicional e incondicional a los países miembros asignándoles DEGs para complementar las reservas en oro y divisas a fin de ayudarlos a sostener crisis en sus balanzas de pagos.

Las asignaciones de DEGs se hicieron en entregas anuales en proporción a la cuota de cada participante en el FMI, de esta manera las naciones desarrolladas obtuvieron el 68% del total de DEGs, en cambio las naciones subdesarrolladas recibieron solo el 32% por ciento.

Con la creación de este nuevo medio de pago se tuvo la esperanza de que las reservas monetarias aumentaran en la medida necesaria, sin que EUA tuviera déficit de pagos, a la par de que se mantuviera la convertibilidad del dólar sin disminuir sus tenencias de oro. Sin embargo, la asignación de los DEGs no cumplió su objetivo debido a que el monto fue muy bajo y se efectuó cuando la posición de pagos de EUA estaba ya muy deteriorada. No obstante, durante un par de años significó un cierto alivio para EUA e Inglaterra.

Por tanto, a finales de los setenta la crisis en el sistema capitalista estaba empeorando, lo que se manifestó con un descenso de la producción, un aumento del desempleo, tasas elevadas de inflación, grandes desajustes del comercio mundial y de los movimientos de capital. En 1970 hubo un decrecimiento del producto nacional bruto de EUA, la tasa de desempleo llegó en mayo de 1971 a 6.2% de la fuerza de trabajo; 25% de la capacidad industrial se encontraba ociosa.

En el plano exterior, el déficit de pagos iba en ascenso, siendo en 1970 de 10,000 millones dólares; cada vez en mayor proporción, quienes poseían dólares los canjearan por otras divisas, lo cual agudizó la *caída del dólar en mercados cambiarios*. La balanza comercial de EUA llegó a ser deficitaria en 1971, lo cual aumentó la debilidad del dólar.

Tratando de resolver esta crisis, el 15 de agosto de 1971 el presidente Nixon anunció un programa de acción gubernamental: *La Nueva Política Económica* (NEP por sus siglas en inglés), dirigido más a estimular la economía estadounidense que a aliviar los problemas del dólar en el exterior. La NEP incluyó el establecimiento de una sobretasa a los impuestos sobre cierto tipo de importaciones, con el propósito de que Japón y Europa Occidental reajustaran sus políticas comerciales conforme a los deseos de EUA y sobre todo para que revaloraran sus divisas, dando así una ventaja competitiva a los productos de exportación estadounidenses al abaratare el dólar.

El gobierno de EUA suspendió la convertibilidad del dólar en oro, para quitar a los especuladores el incentivo de convertir sus dólares en su equivalente en oro. Con esto el gobierno estadounidense suspendió de manera concreta el sistema monetario internacional surgido en Bretton Woods en 1944, esta medida dejó al mundo inundado de dólares sin respaldo en oro, que desencadenó la inflación internacional.

Meses después, en el llamado *Acuerdo Smithsonian* (18 de diciembre de 1971) se reconoció oficialmente la devaluación del dólar (8.57%) y se revaloraron las divisas de los restantes países del G-10 (Estados Unidos de América, Canadá, República Federal

Alemana, Japón, Reino Unido, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica, Suecia). Se establecieron nuevos tipos de cambio fijo para las diez monedas más importantes del mundo capitalista. Al mismo tiempo el precio oficial del oro pasó de 35 dólares a 38 dólares por onza troy. En el acuerdo de Bretton Woods se permitía una fluctuación del 1% hacia arriba o hacia abajo del tipo de cambio establecido. Con el *Acuerdo Smithsonian*, el margen se amplió a 2.25%.

2.4 Los tipos de cambio flotantes

Debido a los problemas de balanza de pagos en 1972 la libra esterlina entró en flotación (la moneda fluctuó libremente solo sujeta a las fuerzas del mercado), con ello se inició el fin del área esterlina pues de un total superior a 60 países que aún vinculaban su moneda a la libra, solo una docena siguió haciéndolo. Posteriormente, la rápida elevación del precio del oro en el mercado libre hizo que se perdiera la confianza en la estabilidad de las paridades fijadas en el *Acuerdo Smithsonian*.

Además, la balanza comercial de Estados Unidos no respondió como se esperaba a la devaluación, pues el déficit comercial lejos de disminuir experimentó un fuerte crecimiento. Por las razones anteriores, en los primeros meses de 1973 se vendieron varios miles de millones de dólares para obtener a cambio marcos alemanes y yenes japoneses principalmente.

Conforme al *Acuerdo Smithsonian*, cuando la oferta de dólares creciera provocando la depreciación de esta moneda, los bancos centrales de los países del G-10 estaban obligados a comprar esos excedentes para detener la caída del dólar. Pero, la venta de dólares fue excesiva al grado de que Europa y Japón se negaron a seguir apoyando al dólar y finalizaron la compra de dólares. Por tanto, la crisis siguió acentuándose y el 16 de marzo de 1973, las catorce naciones no socialistas más ricas del mundo: las nueve de la Comunidad Económica Europea, Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Estados Unidos, llegaron a una serie de acuerdos para tratar de evitar nuevas crisis monetarias, basándose en el mutuo apoyo y en la flotación de sus dividas, lo que significaba que las autoridades monetarias de los países mencionados decidieron dejar de defender el valor en dólares de sus monedas dentro de márgenes fijos.

El precio oficial del oro pasó de 37.8 a 42.22 dólares, aunque se esperaba que la flotación fuera temporal posteriormente fue oficializada. Así se dio paso del sistema de tipos de cambio fijos al sistema de tipos de cambio flexibles. Debido a esto, la oferta

monetaria estadounidense experimentó un fuerte crecimiento y por la existencia de mercados de capital internacionales integrados este fenómeno se propagó a los otros países, los cuales al comprar dólares para defender sus respectivos tipos de cambio aumentaron su oferta monetaria y aceleraron su tasa de inflación. **Tratando de controlar la inflación y recobrar un equilibrio interno, los países se vieron obligados a abandonar el sistema de tipos de cambio fijos y permitir la flotación de sus monedas.**

La desarticulación del sistema de Bretton Woods no dio y ni ha dado los resultados que se esperaban: fueron ilusorias las ideas de que los tipos de cambio flotantes provocarían ajustes automáticos de la balanza de pagos, de que los países ya no se verían afectados por los disturbios monetarios en el exterior y en suma, de que terminaría la inestabilidad cambiara. A partir de 1973 el clima de la inestabilidad económica caracterizado por la creciente inflación mundial, y el desorden en los mercados cambiarios se complicaba, al acelerarse la inflación mundial y presentarse la crisis energética. El FMI hizo frente al aumento del precio del petróleo creando el servicio del petróleo, y a la recesión económica aplicando el acceso a sus recursos.

2.5 Los acuerdos de Jamaica

En las reuniones monetarias de Kingston, Jamaica, llevadas a cabo del 4 al 10 de enero de 1976, supuestamente se reformó el Sistema Monetario Internacional. Se legalizaron los tipos de cambio flotantes en varios países importantes, y se enmendó el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI para relacionar el objetivo de la estabilidad de los tipos de cambio, con el logro de una mayor estabilidad de las variables económicas y financieras. Haciendo uso de la libertad que se dio a todos los países para elegir su propio régimen cambiario, al 31 de enero de 1977, de los entonces 128 miembros del FMI, 35 no mantenían relación específica respecto a otra moneda (se encontraban en flotación), 51 vinculaban su moneda al dólar estadounidense, 14 estaban vinculados al DEG, 14 al franco francés, 4 a la libra esterlina, 7 formaban parte de la “serpiente europea” (se limitaban las fluctuaciones cambiarias únicamente entre los participantes) y tres se vinculaban a otras monedas.

Como los tipos de cambio flexibles presentaron problemas de supervisión, se asignó al FMI la función de ejercer una firme vigilancia sobre las prácticas cambiarias de todos los países miembros. Aparentemente los países desarrollados aceptarían sujetarse a la

revisión de su economía y de su moneda a fin de no distorsionar el funcionamiento de la economía mundial, como sucedió con el sistema del Bretton Woods que sólo regulaba a los países deficitarios y no a los superavitarios. Casi todos los países económicamente avanzados, sobre todo Estados Unidos, siguieron manejando su economía poniendo atención en sus objetivos internos sin reparar en las repercusiones internacionales.

De acuerdo a lo establecido en Jamaica, la política financiera y económica de todos los países debe tender al crecimiento económico ordenado con estabilidad razonable de precios y a un sistema monetario que no produzca fluctuaciones erráticas. Otro aspecto muy importante que se estableció en Jamaica fue la modificación del papel del oro en el Sistema Monetario Internacional; como resultado del establecimiento en 1968 del doble mercado del oro el nivel de reservas oficiales de ese metal ya no aumentó. En agosto de 1971 fue declarada la inconvertibilidad del dólar y el precio oficial del metal fue elevado a 38 dólares la onza en diciembre de 1971 y luego a 42.22 dólares en febrero de 1973, lo que reflejaba las constantes devaluaciones del dólar estadounidense, pero la demanda especulativa del oro triplicó o cuadruplicó su precio en los mercados privados. Debido a esto, los países se resistieron cada vez más a utilizar el oro en los pagos internacionales.

Esta situación llevó a que los ministros de finanzas del G-5: Estados Unidos, Francia, República Federal Alemana, Reino Unido y Japón eliminaran en agosto de 1975 el precio oficial del oro y la obligación de emplear este metal en transacciones con el FMI. Además, obligó a que el Fondo vendiera un tercio de sus tenencias de oro (50 millones de onzas): una sexta parte (25 millones de onzas) se restituyó al antiguo precio oficial (35 dólares la onza) a todos los miembros del FMI en proporción a sus cuotas, y otra sexta parte se subastó en el mercado libre, creándose con los beneficios el Fondo Fiduciario, que de 1976 a 1981 proveyó de recursos a los países más pobres, esto es, a los que en 1973 tenían ingresos anuales por habitante inferiores a 300 DEG.

En Jamaica se oficializaron estas medidas y se reiteró el propósito de hacer del DEG el principal activo de reserva del FMI. Pero, por ser tan solo una moneda escritural, carente de lo que tradicionalmente ha sido la esencia del dinero, esto es, el valor; su función ha sido únicamente la de unidad de cuenta. Los intereses y preocupaciones de los países dependientes recibieron escasa atención en Jamaica, donde decisiones que afectaban a todos fueron tomadas por un restringido grupo de países.

Las potencias financieras planearon el nuevo sistema teniendo en cuenta sus propios intereses económicos y haciendo a un lado las carencias y los derechos de los

subdesarrollados, por lo cual ha continuado la extrema desigualdad en la distribución de las reservas monetarias mundiales, y en general, en las relaciones económicas internacionales. La asignación de DEGs que se dio en proporción de las cuotas del FMI y los acuerdos sobre el oro, afectaron la distribución de la liquidez internacional a expensas de los países subdesarrollados, pues beneficiaron sobre todo a los países ricos.

2.6 Resultados del Sistema de Flotación

A inicios de la década de los años setenta, diversas circunstancias modificaron drásticamente las relaciones económica internacionales, por mencionar algunas:

- El fin de la convertibilidad del dólar en oro (1971).
- La crisis del petróleo (1973 y 1979).
- Inflación mundial, de mayor magnitud que en cualquier periodo anterior.
- Disminución de la hegemonía estadounidense.
- Falta de coordinación de las políticas macroeconómicas de los principales países industriales, y como resultado desequilibrios sin precedente en las balanzas en cuenta corriente, sobre todo Estados Unidos, Japón y Alemania.
- La deuda externa agobia a varios países del tercer mundo.
- El aumento de las tasas de interés estadounidenses a finales de los setenta y a principios de los ochenta influyó fuertemente en la crisis de la deuda y en la mayor movilidad de capital.
- El cambio de posición de EUA de país acreedor neto (proveedor de recursos en préstamo al resto del mundo) a deudor neto (receptor de préstamos provenientes del resto del mundo) a partir de la década de los años ochenta.

Entre tales circunstancias se propició la especulación e intensificaron los disturbios en las relaciones monetarias internacionales, las cuales se han visto caracterizadas por una situación de inestabilidad de las principales divisas, fluctuaciones en las tasas de interés, movimientos de capital internacional y problemas de fuga de capitales y de deuda externa. Así, vemos que el sistema monetario y financiero carga su peso sobre los países subdesarrollados, sirviendo como medio en el cual los países industrializados mantienen la explotación a los países subdesarrollados; la crisis de la deuda externa acumulada por estos últimos países ilustra tal situación, ya que el sistema de tasas de interés variable, aplicado desde fines de los años setenta, deja a las naciones deudoras expuestas a los aumentos en las tasas de interés; el efecto de éstas se ve reforzado por el

comportamiento del dólar. Puesto que gran parte de la deuda de los países subdesarrollados está denominada en esa divisa, su apreciación (aumento en su valor) incrementa el valor real de los pagos e intereses y de la devolución del capital a los acreedores extranjeros. En años posteriores se fueron agravando los problemas macroeconómicos: en la mayoría de los países industriales aumentaron el desempleo y la inflación como secuela de la segunda crisis del petróleo en 1979.

2.7 Acuerdo del Hotel Plaza y Acuerdo del Louvre

Desde los primeros años de la década de 1980, un elemento negativo en el funcionamiento de la economía mundial fue el elevado y persistente déficit fiscal del gobierno estadounidense que pasó de 2.66% del Producto Interno Bruto (PIB) en 1981 a 6.22% en 1983, para descender ligeramente a 5.34% en 1985. Este incremento ocurrió a pesar de que la economía estadounidense disfrutaba de un largo periodo de auge. El gran incremento en el déficit fiscal en un país de la importancia económica de EUA y que se caracteriza por una muy baja tasa de ahorro, fue responsable del alto nivel de las tasas de interés que caracterizó este periodo y que resultó tan perjudicial para los países deudores.

Mientras el déficit fiscal de EUA se elevó drásticamente, disminuyeron los déficits de Alemania y Japón, además de que estos países presentaban tasas de ahorro mucho más altas. A consecuencia de esto, la balanza en cuenta corriente estadounidense se deterioró rápidamente: de un superávit de 4,481 millones de dólares en 1981 pasó a un déficit que fue aumentando hasta ser de 124,470 millones en 1985. En contraste, Japón que había sido deficitaria en 1979 y 1980 (- 8,470 y - 10,750 millones de dólares, respectivamente), pasó a tener un creciente superávit (49,170 millones en 1985). Alemania mostró una evolución parecida de un déficit de 13,311 millones en 1980 pasó a un superávit de 17,625 millones en 1985.

El empeoramiento del déficit en cuenta corriente de EUA afectó la posición de ese país como inversionista internacional, de ahí que haya pasado de país acreedor a deudor. El efecto más visible y evidente de los llamados déficit gemelos de EUA (el comercial y el fiscal), fue la elevación en el valor del dólar (apreciación) respecto a las otras monedas importantes. De sus niveles promedio en diciembre de 1980 a sus cimas en febrero de 1985, el dólar se apreció alrededor de un 25% frente al yen, 75% respecto al marco alemán y 125% frente a la libra esterlina.

La situación mundial configurada por estos fenómenos determinó la celebración de una importante reunión del G-5 (Nueva York, 22 de septiembre de 1985), fruto de la cual es el tan alardeado *Acuerdo del Hotel Plaza*, que para algunos inaugura una nueva etapa en los esfuerzos hacia la realineación de las políticas económicas, y en especial sobre cuestiones monetarias, pues es en él los participantes reconocieron que hacía falta la intervención gubernamental directa; desde entonces también han pretendido coordinarse; sin éxito, para mover las tasas de interés.

En dicho acuerdo se convino que los tipos de cambio de las principales monedas deberían reflejar de mejor manera las condiciones económicas prevalecientes y para ello se tomó la decisión de hacer bajar el valor del dólar. Al efecto el G-5 intervino conjuntamente en el mercado de divisas para conseguir la depreciación del dólar y adoptó un conjunto muy general de modificaciones de la política económica, básicamente, reducir el déficit presupuestal y en cuenta corriente de EUA y fortalecer la demanda interna en Japón y Alemania.

El principal objetivo del cambio en la política económica fue reducir los crecientes déficits comercial y en cuenta corriente de EUA. Lo anterior, con base en la teoría convencional del comercio exterior en el sentido de que una devaluación, al abaratar las exportaciones ayuda a reducir el déficit comercial. Por tanto, esperaba que las exportaciones de EUA se elevaran, debido a que serían más baratas expresadas en moneda extranjera; al mismo tiempo las importaciones caerían porque los precios de las mismas, expresados en dólares e incrementarían desalentando así las compras de productos extranjeros por parte de los consumidores y empresas estadounidenses.

Sin embargo, el déficit comercial estadounidense, lejos de reducirse, se expandió, a pesar de que si tuvo éxito en hacer descender el valor del dólar respecto a las obras de las divisas importantes. En diciembre de 1986 a quince meses del *Acuerdo del Hotel Plaza*, el valor del dólar era 25% menor contra el yen respecto al nivel de diciembre de 1980; y también regresó casi al mismo nivel que había tenido respecto al marco alemán a finales de 1980 y revirtió casi a la mitad la cima alcanzada frente a la libra esterlina.

En la XII cumbre del G-7, en Tokio, 4 y 5 de mayo de 1986, se acordó establecer una supervisión mutua, con base en un conjunto de indicadores económicos cuantitativos, contando con la cooperación del FMI. Los indicadores eran: la tasa de crecimiento del PIB, los saldos en cuenta corriente y de la balanza comercial, las tasas de crecimiento de la oferta monetaria, el nivel de las reservas internacionales, los tipos de cambio, las tasas de interés, el déficit (o superávit presupuestal). Como podemos darnos cuenta, la

situación no solo se trataba de estabilizar los indicadores monetarios, sino también los indicadores del comportamiento económico general.

Desde finales de 1986, la cotización del dólar volvió a provocar tensiones internacionales. Ante la resistencia de los otros países para adoptar medidas expansionistas (reducción de impuestos y aumento del gasto público para alentar el consumo y la producción) en el grado deseado por la administración Reagan, EUA había seguido buscando el equilibrio externo mediante la depreciación del dólar. Esto había perjudicado seriamente a las industrias exportadoras del extranjero, cuyos gobiernos decidieron que había que poner un freno a la baja del dólar. Por tal motivo, los ministros de hacienda y los gobernadores de los bancos centrales del G-7, menos Canadá se reunieron el 22 de febrero de 1987 en París, lo cual originó el *Acuerdo del Louvre*.

Lo más importante de este acuerdo fueron los tipos de cambio, pero también se incluyeron compromisos más amplios por parte de los involucrados: una promesa alemana de hacer recortes impositivos, el ofrecimiento de Japón de poner en marcha una reforma impositiva y una reforma política de estímulos fiscales y una exhortación a EUA para que se recortara el déficit federal a 2.3 del Producto Nacional Bruto (PNB) en 1988.

Se sabe que en el acuerdo se establecieron bandas de fluctuación para los tipos de cambio (5% hacia arriba y hacia debajo de 1.824 marco alemán y 153.5 yenes por dólar) y los firmantes se comprometieron a defenderlas interviniendo en el mercado de cambios. Esos márgenes de fluctuación eran muy estrechos y los esfuerzos por mantenerlos desencadenaron intervenciones para frenar las variaciones en el valor de una moneda, que en su mayoría no siempre fueron efectivas. Los tres grandes países no hicieron los cambios profundos de política económica a los que se comprometieron. Esto determinó que los tipos de cambio amenazaron con rebasar los límites impuestos, lo cual puso nervioso a los especuladores.

Debido a este problema los límites establecidos en el *Acuerdo Louvre* fueron ampliados en meses posteriores, al hacerse cada vez más inconsistentes con la realidad económica, pues dadas las diferencias de precios entre EUA y el resto de los países industriales, los desequilibrios en cuenta corriente continuaron. Esta situación, ligada al déficit presupuestal de EUA, al alza en las tasas de interés de este país, y a los problemas bélicos entre este país e Irán, fue causa importante de la ola de bajas en las principales bolsas de valores del mundo en los días que siguieron al 19 de octubre de 1987.

2.8 Evolución de la Economía Mundial a Principios de los Años Noventa

Varios esfuerzos coordinados, así como el *Acuerdo del Louvre*, no pudieron evitar que la cotización del dólar siguiera descendiendo; a mediados de 1990, en vísperas de la guerra del Pérsico, la economía de EUA entró en una recesión económica cuyos efectos se difundieron en Europa y Japón. Esta crisis del Pérsico, que se desencadenó con la invasión de Irak a Kuwait (2 de agosto de 1990), hizo que el dólar cayera a los niveles más bajos desde la segunda guerra mundial.

En 1989 ocurrió la caída del socialismo en los países de Europa del Este, incluyendo Alemania Oriental que se integró a Alemania Federal (1990); la consecuente unificación implicó, entre otras cosas, que buena parte de los marcos orientales (moneda de la llamada Alemania Oriental), se convirtieran marcos alemanes (moneda de la Republica Federal Alemana) en proporción de uno a uno, a pesar de que aquéllos tenían un poder adquisitivo mucho menor. El *Bundesbank* (banco central de la Republica Federal Alemana) se opuso a esta medida aduciendo que atentaría contra la estabilidad de precios y la solidez del marco alemán, efectivamente, el crecimiento de la oferta monetaria alemana determinó el aumento de la inflación alemana, entre otras cosas porque los habitantes de la antigua Alemania Oriental gastaron mucho en bienes de consumo del lado de la Alemania Occidental.

La oferta monetaria no fue el único factor inflacionario para financiar inversiones en infraestructura y subsidios de desempleo en Alemania del Este, el gobierno alemán elevó el gasto público y al mismo tiempo bajó los impuestos, lo cual aumentó el déficit presupuestal. A estas presiones inflacionistas se sumó una deuda pública creciente y un déficit en cuenta corriente, fenómenos impensables en la Republica Federal Alemana (RFA) hasta poco tiempo antes. El *Bundesbank* reaccionó elevando las tasas de interés para lograr la estabilidad de precios y mantener una moneda firme.

En cambio en EUA, con el fin de estimular su economía en franca recesión, el Sistema de la Reserva Federal (Fed), banco central de EUA, redujo las tasas de interés, por tanto, mientras que en la economía alemana crecía la demanda aceleradamente, en la economía estadounidense había bajado de manera considerable. Para preservar el equilibrio en cada uno de estos países fue necesario mover las tasas de interés en direcciones opuestas. Pese a repetidos descensos en la tasa de interés de EUA, no hubo señales de recuperación del dólar y de su economía.

La desaceleración del ritmo de crecimiento en Japón y en la RFA; los aumentos en la tasa de interés de este último país, la recesión de EUA y el crecimiento de su déficit presupuestario junto con la reducción de la tasa de interés, el nivel más bajo en décadas, configuraron un panorama económico en el cual fácilmente se generan episodios turbulentos en las principales bolsas de valores del mundo, como el que se presentó en noviembre de 1991 cuando la Bolsa de Valores de Nueva York bajó 130 puntos en comparación con la baja de octubre de 1987 que fue de 617 puntos.

En EUA, Canadá y Japón, las bajas tasas de interés consiguieron al fin estimular la actividad económica. En Europa, por el importante déficit fiscal relacionado con el proceso de unificación alemán de 1990 y el consiguiente aumento de las presiones inflacionarias internas, y para evitar la fuga de capitales y atraer recursos del exterior, el *Bundesbank* elevó nueve veces las tasas de interés entre 1990 y 1992. Lo anterior fue factor determinante para que en septiembre de 1992, Europa Occidental se convirtiera en el escenario de una crisis más, teniendo como manifestación más visible un serio rompimiento en su sistema monetario.

La diferencia entre la tasa de interés estadounidense (3%) y la alemana (8.75%) provocó que a mediados de 1992, especuladores e inversionistas aprovecharan esa brecha, volcándose a adquirir marcos alemanes, lo que llevó al dólar a sus niveles históricos más bajos hasta entonces frente a la divisa germana 1.40 marco alemán por dólar.

Las tasas de interés son un instrumento clave que los gobiernos utilizan para tratar de defender el tipo de cambio de sus monedas. Las altas tasas ayudan a este propósito al atraer capitales, pero siempre dificultan la expansión económica interna al encarecer el crédito. Cuando un país económicamente poderoso, como es el caso de Alemania, eleva sus tasas de interés, los países que mantienen estrechas relaciones económicas con él se ven obligados a hacer lo mismo para estar en un nivel competitivo y retener los capitales en su país. Esto fue lo que sucedió en Europa; incluso sus tasas de interés bajaron más tratando de hacer sus divisas atractivas a los inversionistas.

Pero ante las condiciones, elevar las tasas de interés, que nos encarece el crédito interno, era lo menos aconsejable para países que se encontraban en recesión o a punto de caer en ella. El alto precio del dinero hizo que se detuviera el crecimiento en todo el continente y la desigualdad convirtió a las divisas más débiles en presa fácil de los especuladores. Además, las altas tasas fortalecieron las monedas europeas frente al dólar, con lo cual disminuyeron las exportaciones de Europa hacia los países que pagan sus facturas en dólares. Por esto, la Comunidad Europea entra en la recesión más grave

desde su fundación, recesión que a principios de la década de 1990 no había sido superada del todo.

En el curso de 1994 y del primer semestre de 1995 volvió a presentarse otro episodio de fuerte depreciación del dólar ante las principales divisas internacionales. En 1996, por el contrario, ocurrió una gran apreciación del dólar, que hizo volver la relación entre esa divisa y el yen japonés a los niveles de 1988, posteriormente ha vuelto a experimentar un descenso. Entre 1985 y 1995, los periodos de estabilidad del dólar fueron cada vez más cortos, en tanto que la tendencia a la baja se mantuvo. La caída en picada del dólar en 1994-1995 fue sólo parte de la turbulencia internacional: la libra esterlina, el franco francés y la lira italiana también cayeron. Por la crisis de confianza en sus gobiernos. La peseta española y el escudo portugués sufrieron nuevas devaluaciones.

En marzo y abril de 1995 el dólar cayó a niveles históricos, a pesar de varias rondas de agresivas intervenciones de la Fed, algunas de ellas conjuntamente con el Banco de Japón, el *Bundesbank* y otros bancos centrales del G-10. El 19 de abril de 1995 la convulsiva venta de dólares llevó a la divisa de EUA a su nivel más bajo de posguerra: 79.85 yenes y 1.35 marcos alemanes, en el caso del yen, a un tercio del tipo de cambio vigente diez años atrás, con relación al marco alemán la relación fue de la mitad.

2.9 Baja en el Valor del Dólar (1994-1995)

La caída en estos años no tenía que ver con el comercio y con el precio relativo de las mercancías, sino que sería el resultado del cambio en las preferencias de los inversionistas que decidieron vender sus dólares para comprar yenes, marcos alemanes, francos suizos y otras monedas fuertes.

Cuando el valor del dólar declina, se abaratan las exportaciones estadounidenses pero también sus activos; se encarecen sus importaciones, con lo cual se agravan las presiones inflacionarias, se hacen menos atractivas las inversiones en instrumentos financieros denominados en dólares y se reducen los salarios reales en EUA. En suma, un dólar débil por un largo periodo perjudica seriamente a la economía estadounidense.

Tres consecutivos Secretarios del Tesoro de EUA: James Baker, Nicholas Brady y Lloyd Bentsen, aplicaron una política de abaratamiento del dólar, basados en la errónea creencia de que se corregiría el déficit comercial estadounidense. De 1985 a 1995, EUA tuvo un buen desempeño económico y condiciones políticas estables. Sin embargo, el

dólar siguió débil por la percepción del mercado de que el gobierno estadounidense deseaba mantenerlo subvaluado.

Esto perjudica al dólar, entre otras cosas, porque amenaza su estatus de moneda clave internacional, lo cual empieza a privar a EUA de sus continuas baratas fuentes de financiamiento: al debilitarse el dólar, los inversionistas no adquieren bonos y otros documentos del Tesoro de Estados Unidos de América que permiten a ese país financiar sus déficits. Por eso el capital extranjero demanda rendimientos cada vez más altos sobre sus inversiones en dólares para contrarrestar el riesgo cambiario. Pero, los incrementos en las tasas de interés no siempre bastan para inducir a los inversionistas a arriesgarse invirtiendo un dólar que se debilita.

Hay tres factores decisivos de la economía estadounidense que propiciaron la caída del Dólar:

1. Déficit Comercial: en 1994 se tenía un déficit comercial de 176,913 millones de dólares, especialmente con Japón (68,989 millones de dólares). El déficit comercial reflejaba el fuerte crecimiento del consumo en EUA, lo contrario de lo que ocurría en Japón y Europa. El déficit comercial estadounidense entre 1984 y 1994 ascendió a 1.36 billones de dólares. Un país con un déficit de tal magnitud no puede evitar que su divisa se debilite.
2. Baja Tasa de Ahorro Interno: la población estadounidense se orienta de manera creciente al consumo por lo cual la tasa de ahorro es muy baja en comparación de las tasas que se presentaban en Japón y Europa. En estos años, la relación ahorro/ingreso personal disponible era de 14.6% en Japón y de 12% en Alemania; en cambio en EUA esta tasa sólo representaba el 4%.
Por lo cual EUA tenía que cubrir su falta de ahorro interno con ahorro externo, procedente de países superavitarios, principalmente de Japón que en 1994 logró un superávit comercial de 145,930 millones de dólares, del que una parte se invertía en EUA. Cuando los préstamos del exterior representaban inversiones productivas se generaban los recursos suficientes para cubrir el pago de intereses y del principal, pero en el caso de EUA se tenía un déficit en cuenta corriente que se ampliaba al mismo tiempo que el ahorro interno declinaba, lo que significaba que el endeudamiento externo sólo financiaba el consumo y no la inversión.
3. Déficit Presupuestario: mide el endeudamiento del gobierno para financiar sus gastos. Las administraciones de los presidentes Reagan y Bush acumularon una

gran deuda como motivo de una política fiscal expansiva (aumento del gasto público, especialmente en defensa, combinado de una disminución de impuestos), este déficit se financiaba con capital extranjero.

Tanto el déficit fiscal como el comercial de EUA inundaron el mundo de dólares, lo que se aprovechaba para estimular los negocios a escala mundial. Pero la cara opuesta fue que en 1995, con una deuda neta de más de 600, 000 millones de dólares en manos de extranjeros EUA era el mayor deudor mundial.

2.10 ¿Qué se hizo para frenar el declive?

Tratando de detener la caída del dólar, EUA recurrió básicamente a: 1. Aumentos en las Tasas de Interés y 2. Intervenciones en el Mercado de Cambios:

1. Aumentos en las Tasas de Interés: EUA estuvo aumentando sus tasas de interés para estimular a los extranjeros a comprar valores denominados en dólares y frenar la inflación interna, esta estrategia no obtuvo los resultados esperados, además de que no se podía continuar con el alza de las tasas debido a que se afectaba el crecimiento económico interno. En 1994 la Fed aumentó seis veces las tasas de interés a corto plazo y tres veces la tasa de descuento (que es la tasa que otorga el banco central a los bancos privados) para frenar el crecimiento de la oferta de dinero y que la inflación se disparara. En febrero de 1995, se volvió a incrementar la tasa de interés para evitar que la economía estadounidense se debilitara; a partir del 6 de julio de 1995 las tasas empezaron a bajar.

Se pretendía atraer inversionistas internacionales debido a los altos réditos y por la estabilidad inflacionaria en las inversiones en dólares, pero esto no pudo suceder tan fácil además la Fed dejó de aumentar las tasas en abril de 1995 debido a presiones del exterior por parte del FMI, así como de Japón y Alemania. Por tanto, la actividad económica en EUA se desaceleraba tras siete intentos continuos de incrementar los réditos.

2. Intervenciones Oficiales en el Mercado de Cambios: la idea principal es contener las variaciones en el valor de una moneda, cada vez que se dan indicios de especulación el banco central del país respectivo, solo o en coordinación con otros bancos centrales interviene masivamente en los mercados cambiarios, comprando o vendiendo la divisa en cuestión. El mercado de la época intercambiaba 1.5 billones de dólares en divisas diariamente, de los cuales una

cuarta parte se atribuía al comercio de bienes y servicios, pero las tres cuartas partes restantes correspondían a la especulación, la protección patrimonial y a la inversión, lo cual era incontrolable a largo plazo mediante inversiones directas en el mercado cambiario por parte del banco central.

En 1994 las reservas monetarias totales (sin contar el oro) del G-7 ascendían a 259,159 millones de dólares y las correspondientes a todos los países industriales a 433,835 millones de dólares [FMI 1995]. Estas cifras revelaban que los bancos centrales eran incapaces de hacer frente a las fuerzas del mercado.

Japón y Europa buscaban reducir sus déficits presupuestales, lo cual originó tasas de interés bajas en 1996, lo cual benefició a EUA ya que los inversionistas buscaban los rendimientos más altos como los que se ofrecían en este país. Debido a esto se dio un giro a la situación que se presentaba en 1994-1995, el dólar fue alcanzando mejores cotizaciones respecto a las divisas internacionales más importantes, en febrero de 1997 llegó a 123 yenes, el nivel más alto en cuatro años, y a 1.64 marcos alemanes, record en 31 meses.

La disposición de invertir en dólares a partir de 1996 se vio impulsada por la unión europea que pensaba que el euro caería. A mediados de 1997 estalló la crisis financiera en el Sudeste de Asia, lo que produjo que los fondos se retiraran para verse refugiados en valores estadounidenses. Pero mientras EUA siga dependiendo del ahorro externo, la fortaleza en su moneda no será real. En 1998 Estados Unidos debía al mundo alrededor de 1.2 billones de dólares, el doble que en 1993 y cerca del 20% de su PIB.

La economía mexicana, es una economía vinculada a las exportaciones, principalmente exportaciones a Estados Unidos de ahí tenemos que los estados unidos son el mayor socio comercial de México. Los Estados Unidos adquieren alrededor del 80% las exportaciones totales de México. México es el tercer socio comercial de EUA, después de Canadá y China. Debido a este tipo de economía, la economía mexicana depende mucho de lo que pase en Estados Unidos y el mundo, ya que el país depende de que sus productos se comercialicen en el extranjero principalmente en Estados, debido a esta estructura de la economía mexicana en el siguiente capítulo se abordara la situación económica de nuestro país, la cual está ligada al comportamiento de la economía estadounidense.

Capítulo 3

La Política Económica de México, 1950-1994. Bases para un Nuevo Régimen Monetario

Introducción

En el presente capítulo se hace un análisis de la política económica en México entre el periodo de 1950-1994, como impacto esta política económica en la economía mexicana, dividiéndola en periodos diferenciados por crecimiento o por periodos de crisis, como creció la economía mexicana en principio por la sustitución de importaciones, después el gobierno impulsaba la economía hasta generar deficiencias en la estructura del país, el auge petrolero, la crisis de la deuda, la nacionalización de la banca, los principales planes y programas del gobierno para poder salir de la crisis de la década de los ochenta, la privatización de la banca a principios de los noventa, hasta llegar a la devaluación de 1994, ya que de a partir de este momento es donde cambian los regímenes de política monetaria en México.

3.1 El crecimiento sano, 1950-1962

Los años cincuenta en su conjunto, a raíz de la devaluación de 1948, se caracterizaron por un fuerte crecimiento económico que se prolongó hasta el final de la década de 1970, etapa en que la inflación alcanzó niveles altos. La economía mexicana experimentó un fuerte crecimiento durante la década de los años cincuenta, a pesar de las fluctuaciones externas que arrasaron la balanza de pagos. El peso se devaluó en 1954, pero la economía creció este mismo año alrededor de un 10%. En los años posteriores, después de la devaluación, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) fue muy rápido y vino a retasarse un poco a partir de 1958 como consecuencia de la contracción del sector externo. **La inflación estuvo en aumento desde el término de la segunda guerra mundial, más que nada estos aumentos eran por causas externas, especialmente por el exceso de demanda debido a la propia segunda Guerra Mundial, y en menor medida, por la política monetaria expansionista.** Para inicios de los años cincuenta, después de la devaluación de 1947-1948 los precios y el tipo de cambio estaban más o menos estables. En los años cuarenta, el gobierno realizó una

fuerte inversión en infraestructura básica, la cual, junto con la fuerza laboral en expansión y el mercado interno, aislado en buena medida de la competencia externa por la política proteccionista iniciada hacia 1947, generaron una plataforma para un fuerte crecimiento económico.

La economía mexicana experimentó un fuerte crecimiento económico de 6.2% en promedio anual durante toda la década de los años cincuenta y hasta 1962. No obstante, el crecimiento no fue estable sino apuntó fuertes fluctuaciones, de tal suerte que se pueden tener tres periodos. El primero observa un ciclo decreciente hasta 1953, promediando un crecimiento anual de 5.4%; una fuerte recuperación durante los años 1954 a 1957 cuando el PIB creció 8.2% en promedio cada año, y finalmente un estancamiento relativo entre 1958 a 1962 que llegó a cuestionar el potencial real de la economía. Dentro de las décadas 1950 y 1960, los déficits fiscales acumulados alcanzaron solamente 0.3% del PIB, lo que significa que la inversión pública fue financiada con recursos propios. La brecha entre ahorro interno e inversión total fue, pues, más bien reducida e incluso enteramente manejable, a pesar de que desde mediados de los años cincuenta el gobierno mexicano había recuperado la capacidad de contraer crédito del exterior.¹⁹ La política gubernamental en los años cincuenta y hasta 1962 fue cautelosa en cuanto a recurrir al crédito externo, por problemas pasados y porque era difícil de conseguirlo.

La agricultura creció a un ritmo de 4.4% al año en términos reales entre 1950 y 1962, mientras que la industria manufacturera creció al 7%. Otros sectores importantes que crecieron por arriba del promedio del producto fueron la industria petrolera a ritmo de 7.8% y la industria eléctrica 9.1%, la primer industria en manos gubernamentales y la segunda en forma parcial. Otros sectores que no crecieron debido a la falta de demanda externa, fueron el pecuario y minería, que tradicionalmente habían sido estimulados por el sector externo.

El sector primario, que tuvo cierto rezago el decenio anterior, recuperó su dinamismo y de hecho contribuyó con 16.6% del crecimiento de la economía, aunque su participación en el PIB era de 21.7%. El sector secundario, especialmente relacionado con la generación de energía, la construcción y la industria de la transformación, continuó su senda de rápido crecimiento, pues con una participación en el PIB de 23.4% logró

¹⁹ Pellicer, Olga y Mancilla, Esteban (1978), *El entendimiento con los estados unidos y la gestación del desarrollo estabilizador. Historia de la revolución mexicana. Periodo 1952-1960*, México, El Colegio de México, pp. 55-56.

contribuir con 27.3% del aumento en el producto. El producto por habitante también mejoró muy rápidamente, pesar del alto ritmo de crecimiento de la población (3.1% anual), debido a que se experimentaba una drástica reducción de la tasa de mortalidad infantil, este producto per cápita logró aumentar en promedio anual 3.0% en términos reales.

3.1.1 Causas del dinamismo económico

A inicios de la década de los años cincuenta la demanda de externa de algodón y otros productos básicos, debido a la guerra de Corea impulsó el crecimiento económico de México aunque sus efectos fueron menos significativos que los ocasionados por la Segunda Guerra Mundial.²⁰ Además, el gasto deficitario dio un estímulo significativo a la inversión pública y, por tanto a la demanda agregada, y aumentó el nivel de ocupación de la fuerza de trabajo. No obstante, este crecimiento disparó la inflación y ocasionó un déficit en la balanza de pagos, lo cual detonó la devaluación de 1954, y condujo a que en años posteriores la situación deficitaria de la balanza de pagos fuera mitigada con crédito exterior. Finalmente, la baja de precios de los insumos de origen agropecuario y de los proveídos por el sector público, especialmente energía, disminuyeron su precio relativo y por lo tanto aumentó la rentabilidad del sector moderno, lo que aunado a la mayor disponibilidad de crédito permitió volúmenes de inversión más altos.

La inversión total aumentó muy por encima de lo que creció el producto nacional. La formación bruta de capital fijo creció de un 13.6% del producto en 1950 a un 17.0% en 1960, para luego contraerse a 15.3% en 1962. En términos reales, la inversión total creció a una tasa promedio de 7.0% anualmente. La inversión pública creció más lento que la inversión privada 5.7% en promedio anual, la inversión pública creció entre 1951 y 1959 a 2.3% en promedio anual, pero se recuperó de forma extraordinaria al crecer 16.9% en promedio anual entre 1960 y 1962. El gobierno invirtió fundamentalmente en infraestructura básica, y colocó el énfasis en el petróleo, carreteras y los servicios sociales de salud y educación. Del total de la inversión privada, alrededor de 91.6% fue nacional y sólo el 8.4% restante fue extranjera. Debido al aumento de la inversión

²⁰ Cavazos Lerma, Manuel (1976), “Cincuenta años de política monetaria”, en Fernández Hurtado, Ernesto, *Cincuenta años de la banca central. Ensayos conmemorativos, 1925-1975*, México, Fondo de Cultura Económica, pp.98-107.

Gómez Oliver, Antonio (1981), *Política monetaria y fiscal de México. La experiencia desde la posguerra: 1946-1976*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 56-57.

privada, el sector privado aprovechó externalidades positivas creadas por el Estado a través de la inversión acumulada en infraestructura básica, como son la red carretera, los ferrocarriles, la disponibilidad de energía barata y un reducido costo de alimentación para los trabajadores, consecuencia del aumento de la productividad en el campo entre 1952-1956 por la inversión pública y privada en sistemas de riego.

En promedio, entre 1952 y 1958, 37.7% del monto de inversión privada estaba constituida por equipo, maquinaria y otros productos de origen importado.²¹ Por esta razón era importante que se tuviera un sector exportador dinámico que proveyera de divisas a la economía nacional. A lo largo de los años cincuenta el sector agropecuario fue el principal generador de divisas, pero desde los años cuarenta el sector servicios: turismo transacciones fronterizas contribuyeron con montos crecientes de divisas que ayudaron a financiar el déficit comercial de la balanza de pagos.

3.1.2 El sector financiero

Durante la década de los años 1950 el sector financiero nacional y privado comenzó a jugar un papel mucho más importante como apoyo de crecimiento del país. Los recursos del sistema bancario a precios corrientes se triplicaron, el principal estímulo para el crecimiento del sistema bancario provino de los aumentos en la demanda de servicios bancarios de la industria, el comercio y los particulares en general. Los activos del sistema bancario que registraron mayor aumento se registraron en cuentas de las empresas y los particulares. Esto se debió a la baja tasa de inflación, que permitió estimular el ahorro de las personas mediante instrumentos de renta fija.

El proceso del crecimiento del sector financiero empezó en 1941 cuando fue expedida la Ley General de Instituciones y Organizaciones Auxiliares de Crédito, esta ley orientó a la canalización de recursos hacia el sector industrial y estableció la diferencia entre banca comercial o de depósito e instituciones de inversión, considerando ya como instituciones principales a las sociedades financieras. **La ley de 1941** distinguió los siguientes grupos de operaciones bancarias y crediticias: a) banca de depósito; b) operaciones de bancos y crédito; c) operaciones financieras con emisión de bonos generales y bonos comerciales; d) operaciones de crédito hipotecario con emisión de bonos y garantía de cédulas hipotecarias; e) operaciones de capitalización y, f) operaciones fiduciarias. Esta ley además consideró las siguientes organizaciones

²¹ Nacional Financiera, S.A. (1978), *La Economía Mexicana en Cifras*, México, Nafinsa, p.47.

auxiliares de crédito: 1) almacenes generales de depósito; 2) cámaras de compensación, 3) bolsas de valores y 4) uniones de crédito. Posteriormente, en diciembre de 1947 fueron creados los bancos de ahorro y préstamo para la vivienda familiar.²²

En 1949 se buscó que los bancos de depósito pudiesen hacer operaciones de crédito a plazo más largo y que las sociedades financieras, que sólo contaban para hacerse de recursos con la emisión de bonos generales: títulos que presentaban al Banco de México y a Nacional Financiera para que les proveyera de fondos, dejaran de acudir a estas fuentes de financiamiento y logaran colocar en el mercado bonos financieros, valores con garantía específica. Este mismo año se incorporó a la **Ley Bancaria** una modificación del régimen del depósito obligatorio, seguida en 1954 por una reforma para los depósitos de ahorro, a fin de que los bancos mantuvieran en el Banco de México un depósito proporcional al monto de sus obligaciones por depósitos de reclamo proporcional. En materia de seguros y fianzas es importante citar la iniciación en 1955 del seguro agrícola integral, así como varias reformas a la Ley de Instituciones de Seguros, con el propósito de promover una mayor participación de los crecientes recursos que manejaban las instituciones de seguros con el propósito de fomento económico y de apoyo al mercado de valores.

En 1956 se establecieron las primeras sociedades de inversión, empezaron a operar con el fin de canalizar ahorro hacia la inversión de valores. El aumento del pasivo de corto plazo de las sociedades financieras provocó que se ampliara, en **1957**, el **mecanismo del depósito obligatorio** a estas sociedades para que mantuviesen en el Banco de México un depósito proporcional a una parte de su pasivo exigible en moneda nacional. En **1959 se expidió el Reglamento sobre las Instituciones Nacionales y Organizaciones Auxiliares de Crédito** con el propósito de implantar una política crediticia unitaria mediante la vinculación orgánica entre las autoridades financieras del país y las instituciones nacionales de crédito, y una coordinación de las actividades de las instituciones nacionales entre sí y con la banca privada como medio para lograr un mejor aprovechamiento de los recursos. Este sistema financiero apoyaba con recursos a la industria, por ello en los años cincuenta fue posible implementar un proceso de sustitución de importaciones (ISI), consecuencia de una política comercial proteccionista iniciada a fines de los años cuarenta. La primera etapa de la ISI estuvo

²² Solís, Leopoldo (1997), *Evolución del Sistema Financiero Mexicano. Hacia los Umbrales del Siglo XXI*, México, Siglo XXI Editores, pp.17-18.

orientada a sustituir los bienes de consumo, y en la década de los años cincuenta la industria del país ya satisfacía a la mayor parte del mercado interno. Después de 1958 la ISI se vio fortalecida al limitarse las importaciones por desequilibrios en la balanza de pagos, el coeficiente de importaciones se redujo.

Así, la demanda interna explica la mayor parte del crecimiento de las principales industrias del país, 99.5% en la primera parte del decenio y 84.4% en la segunda. La primera mitad de los años cincuenta, con un tipo de cambio más bien sobrevaluado, la sustitución de importaciones es prácticamente nula. Después de la devaluación, y debido a restricciones de importación que se obtienen al establecerse una nueva industria en el país contribuyó al 9% del crecimiento de la demanda, y finalmente en el periodo 1958-1962 contribuye con 22.3% debido a que la política comercial se volvió mucho más proteccionista. En 1957 comenzó una nueva era para las actividades bursátiles con la inauguración de la sede de la Bolsa de Valores (BMV), ubicada en la calle Uruguay 68, en el centro de la ciudad de México donde se construyó un edificio de diez niveles.

3.1.3 La política económica de los años cincuenta

La política económica de los años cincuenta se sintetiza: primero, contrarrestar las fluctuaciones económicas generadas desde el exterior para evitar al máximo su impacto negativo en el nivel de actividad económica y en la inflación; segundo, conseguir la estabilidad de precios y mantener las altas tasas de crecimiento después de la devaluación de 1954, y tercero, promover el desarrollo industrial a través de la protección de la competencia externa y de diversos instrumentos de apoyo financiero para aumentar el empleo y disminuir la dependencia del exterior.

La participación de Estados Unidos de América (EUA) al conflicto bélico en Corea provocó un incremento de la demanda externa por bienes y servicios y la entrada de capital de corto plazo en países como México, al igual que la experiencia obtenida por la segunda guerra mundial pero de menor duración.²³ Tan solo en 1950 las exportaciones totales aumentaron 17.9% en relación con 1949, mientras que entraron 62.1 millones de dólares como “errores y omisiones” y capital de corto plazo, el auge externo continuó en 1951 pero comenzó a declinar en 1952; naturalmente las reservas

²³ Cárdenas, Enrique (1994), *La hacienda pública y la política económica, 1929-1958*, México, Fondo de Cultura Económica-El colegio de México, Cap. IV, pp. 90-129.

internacionales aumentaron en 1,720 millones de dólares, en 1950, pero después disminuyeron al tener que financiar el déficit en cuenta corriente que apareció inmediatamente.

De cualquier forma, el aumento neto de las reservas internacionales en el Banco de México en 1950-1951 fue de 164.5 millones de dólares, lo que evidentemente hizo crecer la base monetaria. En 1950 la base monetaria aumento 30.5% y en 1951 apenas lo hizo en 1.0% la parte externa de la base monetaria aumento 103.1%,²⁴ mientras que la interna lo hizo a 1.6% al intentar las autoridades contrarrestar el impacto exterior. Esto hizo crecer la oferta monetaria 37.6%. Al año siguiente, la pequeña reducción de las reservas y la reducción del financiamiento del banco central al gobierno federal hizo que la base monetaria apenas aumentara 1%, pero la inercia y el comportamiento del público y de los bancos privados hizo que la oferta de dinero volviera a aumentar en 1951 a 13.6%.

Las autoridades hacendarias reaccionaron vendiendo oro, plata y valores gubernamentales al público para absorber liquidez, y a partir de enero de 1951 el Banco de México estableció un encaje legal de 100% para los aumentos de los depósitos con el fin de restringir el crédito. Los precios reaccionaron rápidamente al aumento de la cantidad de dinero en circulación, sobre todo a partir de julio de 1950. La inflación al año siguiente de julio a julio, alcanzó 29.3%, y a partir de entonces los precios permanecieron relativamente estables hasta marzo de 1954, el mes anterior a la devaluación del tipo de cambio, cuando volvieron a crecer con cierta rapidez. Con el propósito de incrementar la recaudación fiscal en 1951 se reformó la Ley del Impuesto Sobre la Renta y se establecieron nuevos impuestos sobre la venta de diversos productos como cerveza, cigarros, bebidas alcohólicas, refrescos, autos y camiones.

En parte por el fuerte incremento del comercio exterior aumentó la recaudación fiscal 25.1% entre 1949 y 1951. Si bien el auge externo benefició en el corto plazo a la economía interna por lo que el ingreso nacional creció muy rápidamente. Sin embargo, con el tipo de cambio fijo, el ingreso nacional en dólares no aumentó 8.8% anualmente entre 1950 y 1951 como lo hizo el producto real, sino en 22.2% en promedio cada uno de esos dos años. El gasto en importaciones aumentó dramáticamente, 48.9% sólo en 1951 lo que generó un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 165.5 millones de dólares. El auge externo que permitió crecer la economía también la hizo

²⁴ Gómez Oliver, Antonio (1981), *Política monetaria y fiscal de México. La experiencia de la posguerra: 1946-1976*, México, Fondo de Cultura Económica, cuadro 1, p.23.

adquirir grandes cantidades de mercancías y servicios en el exterior; cuando el flujo de divisas se interrumpió por la caída de la demanda externa y las exportaciones no pudieron seguir creciendo las transacciones con el exterior se volvieron más deficitarias hasta que ya no se pudo soportar más y el tipo de cambio fue devaluado nuevamente.

El poder de compra de las exportaciones se contrajo 7.5% en promedio anual en 1952 y 1953, al tiempo que el tipo de cambio continuaba sobrevaluándose. Tomando como base 1949, año en que se considera el valor del peso estaba equilibrado, la moneda mexicana ya se encontraba 25% sobrevaluada. Las entradas de capital, se redujeron notablemente, de tal suerte que en 1952 y 1953 solo ingresaron al país 25.2 millones de dólares como “errores y omisiones” y capital de corto plazo. Las entradas netas de capital a largo plazo fueron de 969 millones de dólares en esos dos años. Por lo tanto, los ingresos de divisas no fueron suficientes para financiar el déficit comercial y de la cuenta corriente lo que provocó que las reservas internacionales del Banco de México se redujeran 62.2 millones de dólares. **La parte externa de la base monetaria tendía a reducirse por la caída de las reservas**, el Banco de México expandió el financiamiento al gobierno federal y a empresas y bancos, de tal suerte que la **base monetaria, de hecho aumentó 6.1% en promedio anual durante 1952 y 1953, impidiendo así que la cantidad de dinero en circulación se contrajera y causara mayores problemas a la economía.**

El Banco de México también intentó aumentar la circulación de dinero a través de diversas medidas, entre ellas la liberalización, en febrero de 1953. Así el aumento de la oferta de dinero, que también fue de 6.1% en promedio, junto con el crecimiento del gasto público, en 5.6% a pesar de que los ingresos fiscales se desplomaron, y fuera mayor la recesión. En 1952 el PIB real todavía creció 4.0% pero en 1953 se estancó completamente al sólo crecer 0.3%. La actividad económica inició su recuperación en el segundo semestre de 1953, con estabilidad de precios, gracias al mantenimiento de la demanda agregada por parte del gobierno. Sin embargo, la balanza de pagos continuaba en una situación deficitaria y en febrero de 1954 las autoridades de comercio incrementaron casi todos los aranceles de importación un 25%. Las autoridades hacendarias, al observar que la reserva del Banco de México se reducía gradualmente pero en forma continua y acelerada a partir de marzo de 1954, y después de haber persuadido al Fondo Monetario Internacional (FMI) de que existía un desequilibrio “fundamental” en las transacciones con el exterior decidieron devaluar el tipo cambio el 17 de abril de 1954, de 8.65 a 12.50 pesos por dólar.

3.1.4 Recuperación, la contracción externa y estancamiento

La reacción de la economía al nuevo tipo de cambio fue positiva y rápida. En 1954 el PIB creció 10% en términos reales, 8.25% promedio anual entre 1954 y 1957. Tanto el sector agrícola como el industrial crecieron aún más rápidamente, 9.4% y 9.1% en promedio respectivamente. Por un lado, 1954 fue un año agrícola excepcional que disminuyó las necesidades de importación de granos y por el otro lado se registró la cosecha de algodón más grande en decenios. Siendo este uno de los principales productos de exportación, constituía 30% en 1956, el sector externo reinició su dinamismo parcialmente ayudado por la recuperación de la economía estadounidense a partir de la segunda mitad del año. Ello estimuló la inversión y el empleo, lo que aunado al nuevo incentivo de la sustitución de importaciones, generado por un peso más competitivo, permitió que la producción se incrementara. A esto también contribuyó **la política monetaria**, que nuevamente **jugó un papel de acomodarse a la nueva situación**, en concreto **conforme se revaloraron los activos externos del Banco de México éste redujo su volumen de financiamiento a empresas y particulares y a la banca. De esta forma, base monetaria, y la propia oferta monetaria, aumentó 19.1% entre 1953 y 1957, mientras que el PIB precios corrientes lo hizo en 31.3%.²⁵** Por su parte, los ingresos fiscales, así como los gastos públicos también crecieron con la expansión económica.

El auge externo fue relativamente fugaz y comenzó a decaer por la colocación de los sobrantes de algodón de EUA en el mercado internacional, lo que deprimió fuertemente los precios a partir de 1956, y por la tasa de crecimiento de la economía estadounidense. Las exportaciones totales que habían aumentado 19.9% en 1955 y 9.3% en 1956 descendieron 12.5% en 1957 y se estancaron durante los tres años siguientes. Por tanto, el poder de compra de las exportaciones apenas creció 8.2% anualmente. Por otra parte, las importaciones de mercancías mantuvieron un fuerte crecimiento hasta 1957, 13.6% en promedio anual, y a partir de ahí se estancaron, de tal suerte que en 1962 el valor de las importaciones de mercancías fue menor al observado en 1957. Así entre 1957 y 1962 el PIB real creció a una tasa promedio de 5.6%, cifra muy inferior a la observada en años previos, la cual coincidió con un déficit comercial creciente.

El financiamiento del déficit comercial provino de una balanza de servicios superavitaria, como turismo y transacciones fronterizas, y en menor medida por

²⁵ Gómez Oliver, op. cit., cuadros 1 y 10, p.23 y 67.

entradas de capital de corto y largo plazo en forma de inversión directa y como créditos de organismos multilaterales e instituciones bancarias. Entre 1954 y 1956 el endeudamiento externo para el sector público fue de 183.8 millones de dólares, de los cuales 111 millones habían sido autorizados por el FMI y por el Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF) para hacer frente a las demandas excedentes de dólares como consecuencia de la devaluación. Para el periodo siguiente, de 1957 a 1962, el déficit en cuenta corriente acumulado alcanzó la cifra de 1,252 millones de dólares. Para esto el gobierno autorizó endeudamiento por 543.8 millones de dólares, a los cuales se sumó la inversión extranjera directa que, por su parte, sumó en forma acumulada, entre 1957 y 1962, 494 millones de dólares. Es decir el financiamiento en cuenta corriente se financió con endeudamiento externo y con inversión extranjera en partes casi iguales.

Especialmente en 1960 y 1961, el endeudamiento externo tuvo un aumento significativo. Entre 1959 y 1969 las disposiciones de financiamiento público del exterior aumentaron 75.6% en dólares, y para 1962 esa cantidad tuvo un incremento adicional de 13%. La contribución del ahorro externo para financiar la economía mexicana era relativamente pequeña, pues sólo alcanzó 5.5% del financiamiento total. A pesar de la fuerte acumulación de déficits en cuenta corriente las reservas internacionales no sufrieron una reducción drástica, sólo 99 millones entre 1957 y 1962, debido a las fuerte entradas de capital y a la inversión extranjera de la base monetaria, que de no haberse contrarrestado con aumentos de crédito interno por parte del Banco de México se hubiera experimentado una reducción de la oferta monetaria, con el consecuente efecto recesivo sobre la economía. En efecto, la base monetaria aumentó en términos nominales 76.5% entre 1957 y 1962, mientras que la parte externa, es decir la relacionada con las reservas internacionales en poder del Banco de México se redujo también en términos nominales 6.4% en ese mismo periodo. Por tanto el crédito interno otorgado por el Banco de México para evitar la reducción de la base monetaria, tuvo que aumentar 173.1% la cantidad de dinero entre 1957 y 1962.²⁶

Por otra parte, tanto los ingresos fiscales como egresos crecieron a la par que el PIB en 1955 y 1956, las finanzas públicas acusaron superávits fiscales de 0.6% y 0.3% del producto, que fueron contrarrestados con déficits. La política fiscal reflejaba la preocupación de las autoridades por estabilizar los precios, y el gobierno no quiso

²⁶ Ibid, cuadro 10, p.67.

ampliar el aparato proteccionista de la industria para que no se reflejara en aumentos de los precios internos. Sin embargo el instrumento más importante para controlar los precios fue la política fiscal que intentó aumentar la recaudación fiscal para obtener un superávit.

De marzo de 1954 a marzo de 1955 los precios al mayoreo en la ciudad de México aumentaron 19.4% pero un año más tarde bajaron el ritmo a 7.8%, estos aumentos no fueron excesivos si se toma en cuenta que la devaluación del tipo de cambio fue de 44.5%, por lo que aun en 1956, dos años después de la misma, se contaba con una devaluación real de 12.2%, que le permitió al gobierno seguir estimulando el sector externo de la economía. La tasa de inflación promedio, entre 1957 y 1962 se logró contener a solo 2.9%, como consecuencia de la prudencia fiscal y el acceso al crédito externo. Si bien la economía estaba creciendo a un ritmo extraordinario, su incapacidad de generar suficientes divisas para adquirir del exterior los bienes intermedios y el equipo y la maquinaria necesaria para el aparato productivo, hacia indispensable encontrar estas fuentes de divisas. Por tanto, México comenzó a desarrollar servicios con el mercado externo, como el turismo y las transacciones netas en la frontera, incluyendo la maquila y el gobierno hizo todo lo posible por atraer inversión extranjera directa.

3.2 Alto crecimiento con debilidad en la estructura, 1963-1971

En el periodo 1963-1971 la economía mexicana creció a una tasa promedio de 7.1% anual, la inflación fue muy baja, sólo 2.8% en promedio anual y el empleo mantuvo un crecimiento importante, pero también se dio una alta concentración del ingreso y la riqueza por no haberse efectuado una reforma fiscal necesaria por el colapso del sector agropecuario. No obstante, gracias al crecimiento en el PIB, el producto por habitante aumentó en este periodo a una tasa 3.6% promedio anual y hubo un crecimiento impresionante de las ciudades, para 1970, 48.6% de la población vivía en las zonas urbanas mientras que 10 años atrás lo hacía el 39.3%. Esta urbanización refleja el bajo crecimiento que tuvo el sector agropecuario en esta década y la aceleración en el proceso migración campo-ciudad. La infraestructura básica: electricidad (con un crecimiento promedio anual de 14.2%), y construcción (con crecimiento promedio anual de 8.3%) tuvieron un fuerte crecimiento que obligó el desarrollo de la industria de la transformación que inició su diversificación y alcanzó un crecimiento medio anual de

9.3%. En total, el sector industrial contribuyó con poco menos del 40% del crecimiento del PIB. Finalmente los servicios proporcionados por el gobierno tuvieron un crecimiento de 8.5%, especialmente los de educación y servicios médicos. El crecimiento del producto fue acompañado por una gran estabilidad de precios y por el mantenimiento del tipo de cambio fijo.

Sin duda este rápido crecimiento estuvo fundamentado por altas tasas de inversión, tanto pública como privada. La formación bruta de capital creció en términos reales 10.3% entre 1963 y 1970 en promedio anual, lo cual hizo que su porcentaje pasara de 14.5% del PIB en 1962 a 18.5% del PIB en 1970, pero en 1971 la inversión real se redujo 6.4% debido a la caída de la inversión pública. En efecto la inversión pública creció 7% anualmente hasta 1970, mientras que la inversión privada llegó a crecer a un ritmo de 11.5% entre 1963 y 1970. En 1971, la inversión pública se desplomó 22.4% en términos reales, mientras que la privada solo pudo crecer 3.5%. Tanto la inversión pública como la privada se complementaron, por un lado, el gobierno reforzaba la inversión en infraestructura básica, y el sector privado aprovechaba esta coyuntura positiva además de la protección adicional arancelaria que recibió a través de leyes y reglamentos de mexicanización. Con esto los empresarios nacionales lograban establecer barreras a la entrada para inversionistas extranjeros en las áreas donde operaran empresas nacionales o bien donde el gobierno pensaba que debía ser el sector público quien se hiciera cargo de ciertos sectores estratégicos de la economía.

Lo que se pretendía en realidad era que el desarrollo del país estuviera enfocado hacia el mercado interno y en principio el sector industrial debía prevalecer sobre el primario, pues suponía más posibilidades de mejorar y retener la productividad, enfocarse hacia el mercado interno significaba tratar de integrar verticalmente todas las actividades productivas, de tal suerte que ahora la ISI debía profundizarse: debía buscarse la sustitución de bienes intermedios y de capital para poder completar el proceso y depender cada vez menos de la tecnología y de la capacidad de obtener divisas para adquirir lo que no se produce en el país. Para lograr este crecimiento, fue necesario contar con un sector financiero dinámico que estimulara el ahorro y pudiera canalizar eficientemente los recursos a las actividades productivas. La estabilidad del tipo de cambio y de los precios, aunado al alto grado de liquidez de los instrumentos de captación de recursos de renta fija sobre los de renta variable, y llevar a cabo su ahorro

en el país en lugar de hacerlo en el extranjero, pues los rendimientos internos eran superiores a los externos.²⁷

En el periodo de 1960 a 1970 el sistema financiero en México creció bastante. Entre 1962 y 1970 la canalización de recursos por parte del sistema bancario a empresas y particulares aumentó 14.6% en términos reales. Este financiamiento se destinó cada vez más a financiar proyectos de inversión y no solo de capital de trabajo como había sido el papel fundamental del crédito bancario durante los decenios anteriores. Además, a partir de 1963 el sistema bancario, a través del encaje legal, comenzó a financiar sistemáticamente al sector público mediante la tenencia de bonos gubernamentales como parte de sus reservas legales.

Debido al crecimiento económico del país a lo largo de este periodo en 1964 más de 10 millones de acciones cambiaban de manos en el mercado mexicano (BMV), y en 1968 esa cifra se había duplicado exigiendo el registro electrónico de transacciones. Este crecimiento del mercado mexicano de valores requería un contexto legal acorde, por ello en **1975** se promulgó la **Ley del Mercado de Valores** que definió a los intermediarios prohibiéndoles operar con valores fuera de bolsa; las funciones y responsabilidades de la Comisión Nacional de Valores y estableció la normatividad relativa al registro de valores e intermediarios.

3.2.1 Fuentes de debilidad económica

A lo largo de los años cincuenta, pero fundamentalmente en los años sesenta, se hizo cada vez más evidente que existía un cierto número de factores que empezaban a encender señales de atención para mantener altas tasas de crecimiento en el futuro. Entre los más importantes:

- La pérdida de competitividad del aparato productivo
- El colapso del sector agropecuario.
- La creciente dependencia financiera del exterior.

De acuerdo al trabajo que se ha realizado, los mayores problemas económicos del periodo fueron la creciente dependencia financiera del exterior y la política tributaria que no generó los recursos internos necesarios para financiar la inversión. Es decir, conforme avanzaron los años sesenta las posibilidades de la economía para bastarse a sí

²⁷ Cárdenas, Enrique (1996), *La política económica de México 1950-1994*, México Fondo de Cultura Económica, pp.65-66.

misma en lo que respecta al financiamiento de la inversión disminuyeron gradualmente para depender cada vez más del endeudamiento externo. Durante el periodo 1963-1970, el ahorro externo era 1.7% del PIB y representaba casi 10% del ahorro total.

Desde la década de los sesentas la diferencia entre los requerimientos de financiamiento para la economía en su conjunto y los recursos internos con que contó el país se volvió gradualmente más amplia hasta inicios de los años noventa. Así durante los años sesenta los déficits en la balanza de pagos y en las cuentas públicas se volvieron continuamente deficitarios. En 1960 la deuda pública externa era de apenas 813.3 millones de dólares que equivalía al 6.1% del PIB, el país todavía contaba con un margen para el endeudamiento, por lo que no tenía problemas para conseguir financiamiento de organismos internacionales y de bancos privados del exterior. Para 1970, la deuda pública con el exterior llegó a 3,280.5 millones de dólares que representaba el 9.2% del PIB. Mientras que el 12.3% del financiamiento otorgado por el sistema financiero por el sistema financiero era destinado al gobierno en 1963, para 1970 la cifra era de 24.7% del financiamiento otorgado a toda la economía. Por esto el financiamiento directo del Banco de México al gobierno central, forma típica de monetizar el déficit público, fue relativamente limitado, lo que contribuyó a mantener la inflación a niveles bajos, pero le restó recursos al sector privado.²⁸

Prácticamente todos los ingresos públicos, en términos reales, decrecieron en la década de los sesentas. Los precios de los servicios que el gobierno proporcionaba no aumentaron porque creían que afectarían el desarrollo y podían disparar la inflación. Esto afectaba las finanzas de las empresas públicas, por lo que recurrían al gobierno federal y al crédito externo para financiar la inversión. Entre 1965 y 1970 la inversión total de las empresas públicas, 31% fue financiado por ingresos propios, 47.3% por transferencias del gobierno federal y 21.7% por endeudamiento externo. Los egresos del sector público, tanto del gobierno federal como de las empresas paraestatales, crecieron gradualmente como porcentaje del producto, especialmente a partir de 1967. La política del gobierno se comportó con cierta austeridad, y los egresos estuvieron fluctuando a lo largo del decenio, tratando de ajustarse a las condiciones de la economía para no sobrecalentarla y tener que recurrir a mayores déficits. Así para el gobierno federal, los egresos fluctuaron entre 9.4% del PIB en 1962 y 11.6%, en 1970, teniendo una tendencia al alza hacia al final del decenio.

²⁸ Gómez Oliver, op. cit., pp. 95-97.

El análisis de los años sesenta nos muestra que fue clave en el desarrollo del país. Sin duda fue un periodo de elevado crecimiento económico con estabilidad de precios y del tipo de cambio, y con avance social en muchos sentidos. Pero, desde finales de los años cincuenta e inicios de la década de los años sesenta comenzó a ser evidente que había algunos problemas que, de continuar, se volverían estructurales. Por un lado, el proceso de industrialización basado en una política proteccionista, enfocado exclusivamente hacia el mercado interno, había avanzado notablemente, pero había llegado a su límite en lo que respecta a la producción de bienes de consumo. Avanzar en la dirección de pretender sustituir todos los bienes intermedios y bienes de capital parece haber sido una política errónea, pues era un camino que lejos de evitar las importaciones iba a demandar muchas más en el mediano y largo plazo.²⁹

3.3 Desarrollo económico mexicano, 1971- 1981

En la década de los setentas surgió un nuevo concepto “el populismo”, este concepto es de índole política y social, y se caracteriza por buscar mejorar el bienestar del pueblo afectando a ciertos grupos minoritarios de la población. El gobierno busca distribuir recursos entre los sectores menos favorecidos de la población, o cuando beneficia a grupos específicos que lo apoyan políticamente y cuando el gasto se realiza en grupos o sectores de baja productividad económica. Estos periodos de populismo vienen acompañados a excesivos déficits fiscales como también a déficits en la balanza de pagos. Este gasto en sectores poco productivos repercute disminuyendo los niveles de productividad. Cuando estos son financiados con impuestos el efecto será netamente redistributivo, mientras que si se financian con deuda, las generaciones futuras tendrán que cubrir los gastos adicionales mediante impuestos futuros, estas dos formas de financiar tienen efectos macroeconómicos a un mediano plazo. Pero si el gasto se financia mediante impresión de dinero, el efecto macroeconómico será prácticamente inmediato, con repercusiones inflacionarias, redistributivas hacia los sectores más protegidos y de distorsión a los precios.

Los beneficios temporales para una población han sido específicamente por las políticas económicas expansionistas, caracterizadas por el gasto público deficitario, y destinadas fundamentalmente a proyectos de índole social de diversos tipos incluyendo infraestructura básica. Este tipo de políticas expansionistas a través del gasto público

²⁹ Cárdenas, Enrique, op. cit., pp. 65-66.

excesivo, tanto corriente como de inversión, se financian a través de emisión de monetaria o por endeudamiento externo, lo cual permite impulsar la actividad económica en el corto plazo, con un impacto favorable en el nivel de empleo, pero también efectos inflacionarios posteriores. Por lo tanto el proceso inflacionario eleva el nivel de ingresos nominal y por lo tanto las importaciones, con un tipo de cambio fijo. La moneda se sobrevalúa con rapidez, lo que incrementa más la demanda de importaciones, multiplicando la demanda de divisas y por tanto la presión sobre la balanza de pagos. Con esto en poco tiempo la economía entra en crisis externa, lo que obliga a una devaluación del tipo de cambio.

Debido a esta devaluación se tiene un deterioro del nivel de vida de la población al encarecerse las importaciones, se tiene una escasez de divisas y su precio es alto, genera una contracción de la oferta agregada, y por consecuencia una recesión debido a la dependencia tecnológica del aparato productivo del país respecto a importaciones de insumos esenciales para la producción de un sector exportador poco diversificado. Entonces se tiene un deterioro del salario real y de los niveles de bienestar de la población, y al final de este proceso se contrarrestan los efectos positivos que se tienen al iniciar el proceso expansionista, además el país queda más endeudado con efecto para generaciones futuras. Para el caso de México a lo largo de los años setenta y hasta el auge petrolero se ajusta bastante bien la caracterización del populismo económico, después de una recesión que amenazaba con reducir significativamente la actividad económica en 1971, la economía mexicana experimentó un acelerado crecimiento económico interrumpido por una crisis de balanza de pagos en 1976, estimulada primero por un gasto público muy deficitario y por un endeudamiento externo creciente. A esto se agregó el auge petrolero en la segunda mitad del decenio que multiplicó la capacidad de gasto del sector público (y del privado) y el endeudamiento adicional.

La economía mexicana creció a una tasa del 6.7% en términos reales en el periodo de 1971-1981, pero al año siguiente el colapso de la economía hizo decrecer el producto en -0.5% el motor del crecimiento fue el gasto público deficitario y el auge petrolero apalancados por el endeudamiento externo, aunque parte de este último salió como fuga de capitales en los periodos previos a las devaluaciones. Así el déficit del sector público pasó de 2.5% del PIB en 1971 a 14.1% en 1981, para llegar a 16.9% en 1982. La inflación en este periodo fue de 17.9% para luego acelerarse a partir de 1982 y llegar a finales de ese año a 92.6%; el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos pasó, también como porcentaje del PIB de 0.2% en 1971, a 6.0% en 1981. El monto de la

deuda externa del país se incrementó en esos años de 8.630 millones de dólares en 1970 a 74, 350 millones al final de 1981. Todavía en 1982, antes de declararse la crisis en agosto, el saldo de la deuda llegó a 92, 410 millones de dólares. Durante el periodo populista, la estructura de la económica no se modificó sustancialmente. El sector agropecuario continuó perdiendo importancia en el producto, la participación de la industria extractiva creció por el petróleo de 2.4 a 3.55 del PIB durante el periodo populista. La industria creció ligeramente por encima del crecimiento promedio de la economía.

3.3.1 Recesión y Aumento del Gasto Público

El desarrollo estabilizador había llegado a su fin en 1970, en este año el PIB creció a 6.9% en términos reales y 3.5% por habitante. La inflación aumento 6.0% más del doble de lo que había sido en 1969, mientras que los salarios reales habían aumentado 4.9% desde 1968. El déficit del sector público creció de 2.2% en 1969 a 3.8% del PIB en 1970. Se contrajeron las exportaciones y por tanto se tuvo un creciente déficit de en cuenta corriente de la balanza de pagos de 2.2% a 3.0% del PIB en 1970. Pero esta expansión económica mostraba señales de desequilibrio, sobre todo por los aumentos del déficit público y del déficit con el exterior, así como el aumento de la inflación. Por esto, la política económica de 1971 fue contraccionista ya que el gasto publico decreció 3.7% en términos reales, mientras que los ingresos aumentaron 1.3%, por lo que el déficit se redujo a 2.5% del producto. La reducción del gasto provino de los gastos de capital, pues la inversión pública se contrajo drásticamente 23.2% en términos reales. No obstante, el sistema bancario se quedó con enormes reservas que pudo haber prestado pero no lo hizo. La contracción económica fue severa, el PIB registró en 1971 el crecimiento más bajo desde 1959, 4.2% y solo 0.8% en términos per cápita, era el punto de inflación del largo crecimiento observado en los últimos años.

Las condiciones para volver a iniciar el proceso de crecimiento estaban en principio claras, pues en ese tiempo se consideró que el problema de 1971 había sido únicamente cíclico, y por lo tanto revirtiendo el gasto público el producto real volvería a crecer como lo hizo anteriormente. En el presupuesto de 1972 se consideró un aumento de 10.7% de la inversión pública con respecto 1970, pero 19.6% con respecto al nivel autorizado, mas no ejercido en 1971. El auge del gasto empezó en marzo de 1972, cuando el nivel de actividad económica estaba llegando a una situación normal, pues la

inversión realizada en 1971 se había compactado durante los últimos meses del año. En términos reales el gasto del sector público aumentó 21.2% en 1972, cuando los ingresos apenas lo hicieron 10.4% naturalmente el déficit explotó al casi cuadruplicarse como porcentaje del producto, pues pasó de 2.5% a 4.9% en un solo año. **El Banco de México aumentó la base monetaria a través de imprimir dinero para hacer frente a las demandas de fondos por parte del gobierno**, cediendo ante la misma situación de emergencia que se sentía en el ambiente, de tal forma que para marzo de 1972 la oferta monetaria estaba creciendo a una tasa anual de 12.6%.

Cuando el Banco de México decidió disminuir las tasas de interés y expandir la oferta a fines de mayo de 1972 a través del multiplicador, o sea reduciendo el encaje legal, la expansión del medio circulante ya estaba en una carrera ascendente. Es decir tanto la expansión acelerada del gasto público como la expansión de la oferta monetaria se dieron cuando la economía había alcanzado su tendencia de crecimiento de largo plazo. Todo seguía la tendencia expansionista, pero los impactos tardaron un poco, por ejemplo, los precios reaccionaron con un retraso de unos nueve meses, de tal suerte que la inflación de 1972 fue de 2.6%. Incluso las reservas internacionales del Banco México tampoco reaccionaron con rapidez a la expansión monetaria, pues todavía aumentaron 262.7 millones de dólares en 1972,³⁰ el producto real aumentó significativamente 8.5%, mientras que en términos per cápita el aumento fue del 5.0%. El ciclo expansivo había iniciado.

Para fines de 1972, cuando se preparaba el presupuesto del año siguiente, estaba claro que se necesitaba un aumento de ingresos fiscales para tratar de disminuir el déficit público y transferir recursos del sector privado al sector público, se intentó una reforma fiscal pero se abortó en último minuto, aparentemente por la oposición del sector privado, solo se hizo un pequeño cambio al aumentar el impuesto sobre ingresos mercantiles, de esta forma 1973 sería un año de expansión económica y de alta inflación. Este año el producto real creció 8.4% mientras que el PIB per cápita aumento 4.9%. Detrás de este aumento estuvo la expansión del gasto del sector público que creció 23.2% en términos reales, mientras que la inversión pública aumentó su valor real 34.2%. El sector privado continuó su actitud de expectativa en el gasto inversión, por lo que sólo aumentó 2.5% en 1972 y 3.0% en 1973. A mediados de año, el Banco de México al apreciar los efectos de su política monetaria expansiva decidió dar marcha

³⁰ Solís. Leopoldo (1981), *Economic Policy Reform in Mexico. A Case Study for Developing Countries*, Londres, Pergamon Press, pp.68-69.

atrás y elevar los requisitos de reserva bancaria y elevar un punto porcentual la tasa de interés, pero continuó monetizando gran parte del déficit público.³¹ La inflación había tornado negativas las tasas reales de interés y el auge de la intermediación financiera de los años sesenta había concluido. Esto produjo un efecto doble, por un lado la falta de crédito bancario obligó al sector privado a recurrir al endeudamiento externo y por otra parte, las posibilidades del gobierno de financiarse a través del encaje legal como en el pasado se habían reducido también, obligándolo a recurrir cada más al financiamiento inflacionario y al crédito del exterior.

El deterioro del balance fiscal siguió creciendo, en 1973 llegó a 6.9% del PIB, mientras que el déficit de las transacciones con el exterior alcanzó 2.4% del producto interno. En 1974 se intentó reducir la expansión para aminorar las presiones inflacionarias y en la balanza de pagos, se redujo la tasa de crecimiento a 6.1%, y el déficit público creció 0.3 puntos porcentuales. El déficit de la balanza de pagos siguió aumentando y llegó a 3.7% del PIB, que en dólares eran 3,226 millones. En 1975 la situación empeoraba más, el PIB disminuyó su tasa de crecimiento a 5.6%, mientras la inflación cedió y fue de 10.4%, pero el déficit en cuenta corriente aumentó a 4,443 millones de dólares. Evidentemente, el endeudamiento público con el exterior se había duplicado entre 1971 y 1975. Para este último año, recursos extranjeros financiaron 25.8% de la inversión fija, equivalía a 60.7% de los ingresos de cuenta corriente de la balanza de pagos y significaba 16.7% del gasto público total y 55.2% del déficit del sector público. El tipo de cambio se había sobrevaluado 50.7% entre 1970 y 1975, y el empeoramiento de la balanza comercial dio lugar a controlar las importaciones. La balanza comercial tenía un déficit en 1975 por 3,637 millones de dólares, por lo tanto se percibía una devaluación.³²

En los primeros tres años del sexenio de 1970-1976 se consolidó la banca, se expidieron nuevas reglas para el establecimiento de oficinas de bancos de depósito, que permitieron a las autoridades financieras formular anualmente un plan nacional de expansión de la red bancaria, basado en solicitudes de la propia banca. Pero, de 1972 a 1977 el coeficiente de captación respecto al PIB disminuyó de 53.1% a 45.6%, y el relativo financiamiento bajó de 50 a 44.7%. El descenso más pronunciado se registró en la banca privada y mixta, cuyos coeficientes decrecieron de 32.4 a 24.1, en la captación, y de

³¹ Gómez Oliver, op. cit., pp. 139-141.

³² Bazdresch, Carlos y Levy, Santiago (1992) «El populismo y la política económica de México, 1970-1972» en Dornbusch, Rudiger y Edwards, Sebastian, *Macroeconomía del Populismo en la América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica, pp.262-263.

22.5 a un bajísimo 13.9 en el financiamiento. Las instituciones del sistema bancario debían modernizarse: la banca especializada fue transformada en banca múltiple, se pretendía mejorar el espectro de instrumentos de captación y de calidad de los servicios, diversificar sus operaciones activas y pasivas, disminuir costos y generar economías de escala en la intermediación financiera. En 1977 se simplificó la estructura del encaje legal, se otorgó a los bancos múltiples la facultad de realizar transferencias entre departamentos y se estableció una tasa única de encaje para sus pasivos en moneda nacional. El objetivo de estos cambios era alcanzar un desarrollo equilibrado del sistema bancario. Pero antes de esto ya operaban grandes grupos financieros, el control de una gran parte de la captación ocasionaba una marcada concentración de los recursos financieros en muy pocas instituciones bancarias.

3.4 El auge Petrolero

Con la devaluación del primero de septiembre de 1976 la actividad industrial se colapsó en la segunda mitad del año, cayó 6.7 % entre agosto de 1976 y febrero de 1977, y pudo empezar a recuperarse hasta el segundo semestre de 1977. Esto afectó a la demanda agregada y sus componentes, el consumo se redujo 2.0%, primera reducción en 20 años. La inversión se contrajo alrededor del 30% en el tercer trimestre de 1977 respecto al año anterior. La producción interna de bienes de inversión también se contrajo. La inflación pasó de 11.6% en 1976 a 27.2% en 1977 debido a la incertidumbre en los mercados financieros, a la fuga de capitales y a la dolarización de los depósitos bancarios. Para diciembre de 1976 alrededor de 70% de los nuevos depósitos bancarios eran en dólares. El PIB redujo sus tasa de crecimiento en 1976 a 4.2%.

Se firmó un acuerdo con el FMI para estabilizar la economía. No obstante, en 1977 el PIB disminuyó a 3.4% a pesar de que a finales de ese año la actividad industrial reinició su crecimiento. Los precios aumentaron 41.2% en 1977 y las importaciones continuaron aumentando a una velocidad menor, mientras que las exportaciones crecieron aún más. Por tanto, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo 56.6%, para quedar en 1,596 millones de dólares. Al año siguiente el anuncio del descubrimiento de enormes yacimientos de petróleo en el suroeste del país cambió el curso de la política económica. La economía creció a una tasa promedio anual de 7.8% entre 1977 y 1981, mientras que la inflación aumentó al 24.2% promedio anual. Este auge provino principalmente de una gran expansión de la inversión pública en todas las áreas,

especialmente en aquellas relacionada con la explotación del petróleo, mismas que estimularon la inversión privada para apoyar esos proyectos y por tanto hubo aumentos enormes de la demanda agregada. Y por otro lado, la mayor disponibilidad de fondos internacionales como las propias exportaciones de petróleo facilitó el acceso a crecientes montos de crédito externo. Lo cual facilitaba la expansión del gasto tanto público como privado.

Durante estos años de auge petrolero la inversión pública creció a 21.8% en términos reales entre 1978 y 1981, mientras que la inversión privada lo hizo a 13.0%. Esta expansión beneficio a muchos sectores de la economía, tales como la agricultura a través del Sistema Alimentario Mexicano, en el que se buscó revertir la fuerte tendencia a la descapitalización del campo, la infraestructura básica en comunicaciones y energía, y desde luego el sector petrolero y todos los adyacentes que requerían una enorme inversión para su desarrollo. Por su parte, la inflación estuvo contenida por tres factores principales: el aumento de la oferta de alimentos dado el rápido crecimiento del sector agrícola (12.2% entre 1978 y 1981), la apertura de la frontera a la importación de mercancías, lo que aumentó la oferta disponible, y la contención de precios y tarifas del sector público, como gasolinas y energía eléctrica. Sin embargo, el aumento de los ingresos petroleros sirvió fundamentalmente para pagar los propios gastos de la expansión de Pemex y relativamente pocos recursos provenientes del petróleo quedaron para financiar otras áreas. De hecho sólo entre el 13 y 18% de los ingresos de Pemex quedaban libres para otros sectores. En total el gasto del sector público aumentó de 30.9% del PIB en 1978 a 40.6% den 1981. Por su parte los ingresos públicos se mantuvieron prácticamente constantes como porcentaje del producto en alrededor de 20%, por lo que el déficit tuvo un incremento extraordinario de 6-7% del PIB en 1977 pasando a 14.6% en 1981. Este financiamiento del déficit fue posible por la **emisión de dinero** y por el endeudamiento externo. En efecto el auge petrolero había aumentado significativamente la disponibilidad de recursos prestables aumentando significativamente la disponibilidad de recursos prestables en el mercado financiero internacional.

El aumento de la deuda pública entre 1977 y 1980 fue relativamente moderado mientras que la deuda de la banca y del sector privado creció mucho más rápidamente, a una tasa promedio anual de 35%, para llegar a un saldo en 1980 de 16,900 millones de dólares. Pero en 1981 debido a la fuga de capitales y por haber mantenido una política económica expansionista el gobierno tuvo que aumentar el saldo de la deuda a 19,148

millones de dólares, o sea un aumento de 56% en un año. La inflación se comportó de forma menor a la expansión económica general, en la segunda parte de la década de los setenta, pero el hecho de haber mantenido un tipo de cambio prácticamente fijo provocó una creciente sobrevaluación de la moneda que llegó a niveles de 15.4% con respecto a un tipo de cambio supuestamente de equilibrio en 1978. La sobrevaluación aumentó el deseo por adquirir productos y servicios del extranjero conforme se abarataba el precio del dólar, y al mismo tiempo redujo la competitividad del sector exportador, incluyendo los servicios de maquiladores y de turismo. Esto empeoró la situación de la balanza de pagos por la apertura comercial que se había decretado temporalmente, de tal suerte que el coeficiente de importaciones en la oferta total del sector manufacturero pasó de 21.4% en 1975 a 28.5% en 1981. Por tanto, los ingresos petroleros y del endeudamiento externo servían para importar bienes que internamente se producían, lo cual afectaba la industria nacional al reducir los márgenes de utilidad de las empresas, por lo que su competitividad se deterioraba debido a factores externos a las propias empresas, como era la propia bonanza generada por los ingresos extraordinarios de divisas por el petróleo o el endeudamiento, a este fenómeno se le ha llamado *enfermedad holandesa*, pues una situación de bonanza se convierte en deterioro interno.

Aunque la economía mexicana estaba creciendo a tasas extraordinarias, la estructura productiva seguía sumamente débil. El producto crecía porque la demanda agregada era muy vigorosa, de modo que los incidentes no estaban muy a la vista. En el sector externo, el petróleo había tomado casi el 75% del volumen de las exportaciones, pues para los demás exportadores no era rentable, dada la sobrevaluación del tipo de cambio. Además el aumento de la deuda externa privada colocó a las empresas en una posición sumamente endeble, pues cualquier aumento en el tipo de cambio provocaría justamente un aumento significativo de su carga financiera, que fue lo que ocurrió en 1982. El punto de inflexión del periodo se puede encontrar a inicios de mayo de 1981 cuando el precio internacional del petróleo se redujo ligeramente, ante esto el gobierno reaccionó con más expansión del gasto público recurriendo al endeudamiento del sector externo en momentos en que las tasas de interés internacionales empezaron a tener alzas históricas, 20% hacia principios de 1980, lo cual restringió la actividad económica en los países desarrollados y motivó la atracción de capitales hacia países como Estados Unidos de América.

El gobierno continuó su política expansiva sin reconocer la necesidad de ajustar los precios del petróleo, de tal suerte que el gasto público aumentó ese año 25.7% en

términos reales, de 34.9% del PIB en 1980 a 40.6% en 1981; el déficit fiscal creció de 8 a 14.3% del PIB. Mientras tanto, el déficit de la balanza de pagos llegó a 12,544 millones de dólares, que prácticamente financió la fuga de capitales, y las reservas internacionales del Banco de México llegaron a niveles insuficientes para hacer frente a la demanda de dólares, por lo que el gobierno se vio obligado a devaluar el peso el 18 de febrero de 1982 de 26.91 a 47 pesos por dólar. El 20 de abril se intentó un plan de estabilización que buscaba reducir los déficits público y privado para limitar el endeudamiento externo a 11, 000 millones de dólares, disminuir los subsidios a través de aumentos de precios y tarifas de bienes y servicios proveídos por el sector público, flotar el tipo de cambio y aumentar las tasas de interés.

En junio de 1982, después de haber otorgado un crédito de 2,500 millones de dólares al gobierno mexicano, la banca internacional cerró su crédito a México e incluso canceló las líneas de crédito ya otorgadas, para fines de julio, las reservas del Banco de México prácticamente se agotaron y la respuesta fue en la historia del país, establecer un control de cambios para controlar la fuga de capitales y la crisis en la balanza de pagos. Finalmente el 20 de agosto de 1982, le tocó al Secretario de Hacienda Jesús Silva Herzog destapar la crisis de la deuda, México no tenía recursos para pagar el principal de la deuda de corto plazo que se vencía en esos días, por un monto de 10,000 millones de dólares, por lo que se le otorgó una prórroga de 90 días. En total en 1982 hubo que cubrir alrededor de 14,000 millones de dólares sólo por intereses, que equivalían a casi la mitad de todas las exportaciones de bienes y servicios del año. El presidente López Portillo, en septiembre de 1982 nacionalizó la banca comercial privada y decretó el control generalizado de cambios.³³ Los resultados de la nacionalización de la banca fueron: el desempleo se duplicó en **1982** de 4 a 8%, el PIB real se contrajo -0.5% con respecto al año anterior, la producción industrial -0.3%, que fue contrarrestado por el buen desempeño del sector agropecuario (4.9%). El alza del tipo de cambio así como la contracción económica hicieron descender las importaciones casi 40%, y aumentar la carga financiera de las empresas en más de 300%. **El financiamiento del déficit con recursos del Banco de México significó un aumento de la base monetaria de 90.4%**, y una inflación cercana de 100% con una tendencia creciente. El déficit financiero del sector público llegó a 16.9% de PIB, más del doble de 1980. El fuerte crecimiento de la deuda externa del país ponía entre dicho su viabilidad para los siguientes años.

³³ Solís, Leopoldo, (1997), *Evolución del Sistema Financiero*, op. cit., pp.17-18.

3.5 De la crisis de la deuda al colapso petrolero

Durante los cinco años siguientes a la explosión de la crisis de la deuda, los sacrificios realizados por la población en términos de salarios reales decrecientes, de menos producción por habitante y desempleo no fructificaron como se esperaba, al igual que los esfuerzos del gobierno por reducir sus propios desequilibrios tampoco fueron retribuidos con el éxito que se esperaba. Si bien el déficit disminuyó a inicios de 1983, para 1987 estaba a niveles de 1982. El hecho es que entre 1983 y 1987 el producto real disminuyó en términos reales a 0.03% y el PIB por habitante se contrajo 1.9%. La inflación que en 1982 llegó a casi 100%, para fines de 1987 registró un nivel de 131.8% y la deuda externa llegó a 107,470 millones de dólares. Después de 1982 la banca múltiple en México desempeñó un papel importante para superar la crisis. La crisis de la deuda afectó sustancialmente la rentabilidad de la banca comercial, de forma que su relación cartera vencida/capital social ascendió a 72.8% en 1982, lo que significaba que técnicamente estaban quebradas. Sin embargo la situación cambió, la captación bancaria aumentó en términos reales 4.1% en promedio anual, entre 1982 y 1990.

3.5.1 Planes de ajuste 1983-1985

Las obligaciones por el pago de la deuda externa pública que se debían cubrir entre 1983 y 1984, sólo del principal, significaban 14,328 millones de dólares y para la deuda privada con el exterior se calculaban en alrededor de 12,000 millones de dólares más. Al agregar el pago de intereses a estas cifras los montos se incrementaban demasiado.³⁴ Como porcentaje del PIB se calculaba que las transferencias al exterior serían del orden de 14.4% en 1983, y de 10.7% en 1984. El pago de intereses de la deuda, por ejemplo de la deuda pública externa a partir de los fondos aportados por los contribuyentes a través de los impuestos, es una manera terriblemente improductiva de utilizar los recursos públicos. Este peso de los intereses en el gasto y en el ingreso público tiene un efecto contraccionista de reducción de las posibilidades de gasto productivo y, por lo tanto de las posibilidades de crecimiento económico.³⁵

³⁴ SHCP (1988), *Deuda externa pública mexicana*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 109 y 113.

³⁵ Correa, Eugenia (2003), "Deuda externa y mercados financieros", p.13.

[http:// www.redcelsofurtado.edu.mx](http://www.redcelsofurtado.edu.mx)

El tipo de cambio había estado sobrevaluado durante la mayor parte del sexenio anterior, por lo que la crisis de la balanza de pagos de 1981-1982 junto con todos los sucesos y causas subyacentes descritas anteriormente dio lugar a una serie de devaluaciones del peso desde febrero hasta diciembre de 1982. Para fin de 1982 el peso estaba subvaluado, pero la devaluación acumulada de todo el año llegó a casi 470%, y a pesar de que en este momento la moneda mexicana estaba ligeramente subvaluada, la presión para alimentar el proceso inflacionario a partir de los incrementos de los precios en pesos de las importaciones y del costo del servicio de la deuda externa, tanto del sector privado como público, era enorme y se tendría que absorber en los meses y años futuros. Finalmente **la oferta monetaria se había incrementado sustancialmente en 1982** como consecuencia de las necesidades de financiamiento del gobierno por parte del Banco de México. Durante 1982 este financiamiento aumentó 225%, que comenzó a reflejarse gradualmente en el aumento de precios.

Un tercer componente de la grave situación que se recibía en herencia era el deterioro en la actividad económica y el desempleo creciente. Las relaciones entre el sector público y el privado, en parte generado por la nacionalización de la banca, la falta de credibilidad en el gobierno y el aumento de casi 500% en el costo financiero externo de las empresas eran factores que habían hecho descender la actividad industrial desde el segundo semestre de 1982. Finalmente, el déficit público elevado, a la par de una severa crisis en la balanza de pagos que además prometía empeorar por la dificultad para obtener préstamos adicionales del exterior en cantidades suficientes requería incrementar los impuestos y otros ingresos públicos, disminuir los gastos o bien las tasa de interés más altas para colocar bonos públicos entre los ahorradores nacionales y para atraer capitales del exterior.

El presidente De la Madrid anunció los puntos básicos del Programa Inmediato de Reordenación Económica que pretendía enfrentar los factores más graves de la crisis, el programa era tradicional en cuanto a reducir el desequilibrio de las finanzas públicas y de la balanza de pagos, así como combatir la inflación, también incluía en forma explícita el objetivo de proteger el abasto de productos de la canasta básica. La política macroeconómica se basó en tres frentes fundamentales: aumentar los impuestos y otros ingresos fiscales y reducir los gastos públicos para abatir el déficit fiscal; buscar la renegociación de la deuda externa para lograr plazos más amplios, mejores condiciones e incluso dinero fresco.

La política fiscal tuvo resultados bastante buenos en 1983 en lo que respecta al déficit público y a romper la tendencia al alza de la inflación, ya que el déficit financiero del sector público en 1983 se redujo de 16.9% del PIB en 1982 a 8.6% en 1983 debido al aumento de los ingresos como a la reducción de los gastos. También hubo incrementos sustanciales en los precios de los bienes del sector público, en el impuesto al valor agregado de 10% a 15%. Por su parte los egresos reales se contrajeron 25% debido a que se contrajo la inversión.

Gracias al esfuerzo fiscal y a la contracción de los salarios reales manufactureros en 22.9% la inflación había llegado a una tasa anualizada de 117.2% en abril de 1983 y terminó el año en poco más de 80% rompiendo una tendencia al alza. Sin embargo, el PIB real sufrió las consecuencias y se contrajo fuertemente 4.2% y en términos per cápita a 6.3%, tanto por la contracción del déficit público como por la reducción del gasto privado, en particular la inversión se contrajo 33.9% en términos reales. Las importaciones se redujeron 30.3% respecto al año anterior debido al alto tipo de cambio y a la recesión económica. Debido a esto la balanza comercial resultó superavitaria, pero, la cuenta corriente de la balanza de pagos también resultó fuertemente superavitaria 5,418 millones de dólares. Esto permitió aumentar las reservas internacionales del Banco de México en 2,772 millones de dólares. Desde el sexenio anterior, el secretario de Hacienda había iniciado gestiones para conseguir un crédito jumbo de 5,000 millones de dólares. Una vez conseguido este financiamiento en febrero de 1983 se dirigieron los esfuerzos a renegociar los plazos y términos de una parte importante de la deuda externa del sector público. Sí, durante 1983 se logró reestructurar los vencimientos que iban de agosto de 1982 a diciembre de 1984, ganando fundamentalmente tiempo para poder pagar. Lo que no se logró fue reducir el pago de los intereses de la deuda pública, las transferencias al exterior. Por su parte la deuda privada también se logró reestructurar bajo el amparo del Fideicomiso de Cobertura de Riesgo Cambiario (FICORCA) que estimulaba la renegociación de las empresas con sus propios acreedores mediante la garantía de parte del Banco de México de que habría suficientes dólares, y en caso de que las empresas no tuvieran los pesos para comprarlos podrían solicitar un crédito al mismo Banco de México en pesos.

En 1984 el déficit de las finanzas públicas no varió porque los ingresos públicos se contrajeron al disminuir en términos reales los ingresos petroleros y por no haberse aumentado los impuestos, y los aumentos a los precios de los bienes y servicios públicos fueron modestos. Los egresos, la inversión pública siguió prácticamente

estancada al aumentar en términos reales sólo 4.1%, después de haberse contraído 36% el año anterior. El sector externo continuó mostrando un saldo favorable, pero menor que el año anterior. Así, el crecimiento de la economía y de la inversión trajo como consecuencia aumentos de las importaciones que junto con aumentos moderados de las exportaciones redujeron el superávit comercial; sin embargo, continuó el superávit en cuenta corriente de 4,238 millones de dólares. El tipo de cambio, que había comenzado a deslizarse en septiembre de 1983 a razón de 13 centavos diarios y que implicaba una depreciación de 32% anual tendía a perder su grado de subvaluación con rapidez, por esto el Banco de México aumentó el deslizamiento a 17 centavos diarios. Este mismo año se llevó a cabo una nueva reestructuración de la deuda por un monto total de 48,000 millones de dólares, nuevamente para alargar a 14 años, disminuir los márgenes de tasas de interés y reconvertir a otras monedas parte de la deuda contratada originalmente en dólares con bancos no estadounidenses. También se obtuvo un crédito de recursos frescos por 3,800 millones de dólares, para apoyar la balanza de pagos del país.

Por otra parte, desde 1983 se habían iniciado los primeros cambios estructurales en dos direcciones principales: primera, reducir el tamaño y complejidad del sector público, y por otro lado abrir la economía a la competencia exterior. Desde años anteriores el sector público había crecido en tamaño e importancia, el último suceso trascendental había sido la nacionalización de la banca privada de 1982. Con la gradual apertura de la economía al exterior se desmanteló el extenso aparato proteccionista que había sido construido desde 1957 y que para 1982 era absoluto. De hecho el 100% de los productos requerían licencia o permiso para importar, entre 1983 y junio de 1985, las autoridades fueron relajando el sistema proteccionista al liberar a 16.4% de las importaciones del requisito de permiso previo. Mediante el decreto del 25 de julio de 1985 el proceso se aceleró en forma importante. La liberalización se extendió, de tal modo que el 64.1% de las importaciones quedó exento de permisos previos a la importación, y se elevaron las tarifas a 25.2% en promedio para compensar las reducciones de las barreras cuantitativas. Además en 1985 se tomó la decisión de ingresar al GATT. El proceso continuó durante los dos años siguientes alcanzando el 73.2% de las importaciones en 1987, se redujo a siete los niveles arancelarios y la tarifa máxima se colocó en 40%.³⁶ Esta política de liberalización no generó cierre de empresas nacionales o despidos masivos de trabajadores debido a que se mantuvo el tipo de

³⁶ Lustig, Nora (1992), Mexico. *The Remarkings of an Economy*, Washington, The Brookings Institution, Cuadro 5.2, pp. 118-119.

cambio subvaluado para evitar problemas en la balanza de pagos que servía como una protección arancelaria a los productores nacionales, y también a la contracción económica que el país vivió en estos años, con la consecuente reducción de la inversión. Y es por esto que la política de liberalización no enfrentó oposición de empresarios y trabajadores que percibían algún peligro sobre sus empresas y empleos.

A fines de 1984 la economía mostró signos de recuperación que se prolongaron los primeros meses de 1985, aumentó el gasto público y se reactivó el gasto privado. El volumen industrial aumentó 7.2% en el primer cuatrimestre de 1985 respecto al año anterior. La inversión privada aumentó 12.2%, el sector agropecuario aumentó su volumen de producción por razones climatológicas y por los aumentos en los precios de garantía por encima de la inflación promedio. Esta reactivación económica tuvo efectos positivos sobre el empleo, el aumento de la demanda presionó los precios hacia arriba, volvió a deteriorarse la balanza de pagos y presionó nuevamente al mercado interno.

El Banco de México tardó demasiado tiempo en contraer el crédito interno a través del encaje legal, y el mercado mundial del petróleo mostró signos crecientes de debilitamiento que comprometían la vulnerabilidad de la economía a las fluctuaciones externas. El FMI suspendió el acuerdo de financiamiento al no cumplir México las metas macroeconómicas a las que estaba comprometido, en particular la reducción del déficit público. Para el segundo semestre de 1985, las autoridades monetarias habían reducido la disponibilidad de crédito para el sector privado, mientras que el gobierno intensificó las reducciones del gasto público, incluso reduciendo la plantilla de trabajadores. El déficit financiero del sector público aumentó de 8.5% del PIB a 9.6% en 1985. Los requerimientos financieros del gobierno aumentaron más del doble de lo que estaba presupuestado, de 2.2 billones de pesos a alrededor de 4.5 billones. Esto repercutió en el alza de las tasas de interés internas para poder captar ahorro privado, presión adicional sobre los precios y menos recursos disponibles para el sector privado. La utilización de recursos externos fue prácticamente nula, por lo tanto los recursos para cubrir los requerimientos del sector público provinieron del Banco de México (1.9 billones), de la banca múltiple (1.8 billones), de la banca de desarrollo (0.4 billones) y valores gubernamentales (0.5 billones). La colocación de valores del gobierno para financiar el déficit pasó de 12% de ahorro en 1984 a 21.7% en 1985, aumentando a 23%

en términos reales y presionando fuertemente las tasas de interés.³⁷ Bajo las circunstancias antes mencionadas la inflación no podía continuar su tendencia a la baja y a partir de julio de 1985 el índice inflacionario comenzó a revertirse hacia el alza para terminar el año con una inflación de 63.7%.

La reducción del precio del petróleo que impactó los términos de intercambio en 5.4% en 1985, y la disminución del margen de subvaluación del tipo de cambio hicieron decrecer las exportaciones de mercancías al tiempo que la reactivación económica, y particularmente la inversión estimuló las importaciones. Por lo tanto el saldo comercial y el de cuenta corriente de la balanza de pagos se tornaron mucho menos superavitarios. En 1985, este último fue de 1,237 millones de dólares, 70.8% menos que el saldo del año anterior. Ese mismo año Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordó iniciar una guerra de precios para recuperar su participación en el mercado mundial, a través de aumentos en la producción mundial de crudo para poder descender los precios internacionales y desplazar a países productores como Gran Bretaña y Noruega y a países miembros que no acataban los acuerdos de la OPEP de producir más como Egipto, Irán, Libia y Argelia. Desde luego, el resultado fue una abrupta disminución del precio internacional del petróleo, una enorme volatilidad del mercado y la quiebra de muchas empresas.

Para el caso de México, su precio promedio de exportación se contrajo 25.33 dólares por barril en 1985 a 8.6 en julio, para recuperarse gradualmente después de esta fecha. En promedio, durante 1986 el precio del petróleo de exportación fue de 11.86 dólares por barril. Además las ventas disminuyeron de 1,438 millones de barriles diarios en 1985 a 1306 millones en 1986. Debido a esto la economía sufrió una pérdida de casi 8,500 millones de dólares por concepto petrolero. Esto equivalía a 6.5% del PIB, a 40% de los ingresos totales por exportaciones y a 26% de los ingresos del sector público. Debido a esto el gobierno trató de proteger la balanza de pagos y las reservas internacionales del país, se trató de evitar el despido de trabajadores y cierre de empresas con los consecuentes sacrificios en inflación, crecimiento y aumento del déficit público, y negociar nuevamente con los acreedores externos para aliviar la difícil situación que México estaba sufriendo como consecuencia de la caída del petróleo. Esta situación llevaría a cambiar el eje que determinó muchas otras variables, en 1986 los

³⁷ Lajous, Alejandra, Beltrán, Ulises, Cárdenas, Enrique y Portilla, Santiago (1986), *Las razones y las obras. Gobierno de Miguel de la Madrid. Crónica del sexenio 1982-1988 Tercer año*, México, Fondo de Cultura Económica, pp.656-658.

tipos de cambio controlado y libre fueron severamente devaluados en términos reales, alrededor de 30.2% en promedio en relación con el año anterior, para mantener márgenes amplios de subvaluación que restringieran las importaciones y estimularan las exportaciones. Se intentó aumentar los ingresos fiscales provenientes de Pemex, al aumentar precios y tarifas del sector público y al autorizar alzas a precios de productos controlados por encima de la inflación promedio.

La política monetaria fue más bien restrictiva, teniendo que elevar las tasas de interés y reduciendo en términos reales la base y la oferta monetaria (-14.4% y 0.9% respectivamente en relación con 1985). Estas políticas monetaria y cambiaria contraccionistas fueron contrarrestadas parcialmente con una política fiscal expansiva al aumentar el gasto público 10.1% en términos reales, lo que dio como consecuencia una elevación drástica del déficit fiscal que llegó a 15.9% del PIB. El aumento de los egresos públicos por encima del presupuesto originalmente aceptado que pasó de 32,214 millones de pesos a 41,792 millones (29.7%), 55% de ellos se debió a aumentos en el pago de intereses de la deuda pública, interna y externa, mientras que sólo el 23% se debió a aumentos de gasto programable del sector público. Como era de esperar el colapso del petróleo tuvo como resultado inmediato una dolorosa reducción de la actividad económica, en la que el PIB se contrajo 3.8%, el sector agropecuario sufrió una caída de 2.7% y el sector industrial redujo su valor agregado 5.8% en relación con el año anterior. La inflación continuó con una tendencia al alza por la presión de la devaluación del peso; por las alzas en la tasa de interés y por los incrementos de los precios de los bienes y servicios del sector público. Así la inflación llegó a la cifra de 105.7% en diciembre de 1986, esto se debió fundamentalmente por los aumentos de ciertos productos claves y a la casi indexación de los salarios, como al impacto sobre el precio de las importaciones en pesos, por la devaluación de la moneda.

La balanza de pagos, se comportó positivamente, las exportaciones no petroleras aumentaron 42.8% en dólares, mientras que las importaciones de mercancías distintas al petróleo comenzaron a crecer en proporción a las petroleras, por lo que su participación en el total creció significativamente. La transferencia neta de recursos al exterior, aunque disminuyó en 1986 con respecto al año anterior, todavía fue significativa, pues alcanzó 5,506 millones de dólares que equivalieron a 4.4% del PIB. Por tanto, la cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo un déficit de 1,673 millones de dólares aunque las reservas internacionales tuvieron un incremento neto de 1,846 millones. Debido a estos resultados fueron posibles el nuevo acuerdo con la comunidad financiera internacional,

en el que tanto deudores como acreedores repartieron la responsabilidad de la deuda. En junio de 1986 se presentó un programa económico para tener una política expansionista y así evitar el estancamiento económico, fundamentalmente a través de una liberalización del crédito interno para bajar las tasas de interés y alentar la inversión. Se insistía en no aumentar el gasto público. Además de que el programa requería una nueva negociación con la comunidad financiera internacional y recursos frescos, se presentó una “carta de intención” al FMI a fines de julio, esta negociación fue muy distinta a las anteriores, pues se consideraban cláusulas de emergencia por si el precio del petróleo disminuyera más allá de nueve dólares, o que la economía no lograra crecer después del primer trimestre a la tasa prevista por ambos.

Esta nueva reestructuración logró recursos frescos del Banco Mundial por 2,300 millones de dólares, del FMI por 1,700 millones, y de la banca comercial por 6,000 millones. Así, se logró reestructurar el vencimiento por 52,250 millones de dólares de la deuda pública, de los cuales 83% se acordó a un plazo de 20 años y siete de gracia, además de la reducción en los márgenes sobre la tasa de interés. Además, se reestructuraron 9,700 millones de dólares de deuda externa privada, mediante FICORCA también a 20 años y con siete de gracia. De esta forma, después de las reestructuraciones de la deuda pública externa, la transferencia de recursos fue de 6.5% del PIB en 1986 y 5.5% en 1987 en lugar de 11.5% y 12.1% que hubiera sido de no llevarse a cabo las negociaciones. El nuevo programa económico dio como resultado cierta reactivación de la economía en 1987, en la que el PIB real creció 1.9%, en parte alentado por la recuperación parcial de los precios del petróleo, que llegó a 16.04 dólares por barril en promedio durante 1987, pero la inversión en términos reales permaneció estancada debido a la contracción de la inversión pública de 9.8% que opacó la pequeña recuperación de la inversión privada de 4.3%.

La política cambiaria mantuvo aproximadamente el mismo margen de subvaluación del año anterior, lo que hizo crecer las exportaciones de mercancías y de servicios no factoriales como el turismo. Las exportaciones totales crecieron a un ritmo de 26.6% en el año, mientras que las importaciones crecieron 12.1% debido a la propia reactivación de la economía y sobre todo, a la disponibilidad de divisas en el mercado. Las tasas de interés reales continuaron siendo atractivas para retener e incluso atraer capitales, esto significaba un costo elevado para el servicio de la deuda pública interna, debido a esto en 1986 retornaron capitales y alguna inversión extranjera a corto plazo encontraría su camino hacia la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Poco a poco, a partir del segundo

semestre de 1986 y más rápidamente en 1987, los precios de las cotizaciones de las acciones en la BMV comenzaron a aumentar y con el tiempo crearon un auge que pronto se convirtió en especulación. El crack de la Bolsa de Nueva York, el 19 de octubre de 1987, tuvo repercusiones en México, con lo que en un solo día el índice de cotizaciones tuvo un descenso de 16.5%. Los inversionistas trataron de minimizar sus pérdidas acudiendo a dólares, lo que rápidamente presionó el mercado cambiario. El Banco de México se retiró del mercado de divisas el 18 de noviembre para evitar que la especulación barrierá con las reservas internacionales del país. Esto alimentó el proceso inflacionario por lo que para diciembre se alcanzó un aumento de los precios al consumidor de 159.1%.

3.6 Estabilización, Cambio Estructural y Colapso

Para fines de 1987, la situación económica del país llegaba a niveles muy delicados, la inflación crecía a una tasa anualizada de 461.4% y la deuda nacional había llegado a representar 94.8% del PIB. Ante este panorama, se lanzó el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) mediante el cual daba inicio un esfuerzo para disminuir la inflación y recuperar el crecimiento económico. Este programa buscaba eliminar el componente inercial de la inflación a través del desmantelamiento de aquellos factores que ya estaban indizados, usar **el tipo de cambio** como **ancla nominal** del programa y, al mismo tiempo, inducir un cambio en las expectativas de la gente que reflejara su credibilidad de que el programa podría ser sostenido en el largo plazo, se caracterizaba por tener metas concretas, pero no busca eliminar la inflación de un solo golpe, sino controlarla. Para esto se aplicarían **políticas fiscales y monetarias restrictivas** que efectivamente hicieran el ajuste más creíble y que pudiera ser sostenido; liberalización comercial para ligar los precios de los bienes comerciábles al tipo de cambio, que debería ser más bien estable, y control de ciertos precios y salarios para eliminar la indización, con el acuerdo de los sectores y no impuestos por ley.

La primera meta concreta era la reducción del gasto público y la elevación de los ingresos fiscales para que el superávit primario del gobierno (déficit financiero menos los pagos de los intereses de la deuda) aumentara tres puntos porcentuales del PIB. Esto se logró con una reducción del gasto programable gubernamental, en buena parte por el aceleramiento de la política de reprivatización, cierre o fusión de 98 empresas o agencias del sector público, y por la cancelación de 12,000 empleos. El ajuste del

superávit primario pasó de 4.4 a 8.1% del PIB. **La política monetaria y crediticia planteó limitar el crédito interno a 90%** de lo otorgado en promedio en diciembre de 1987, para mantener una política monetaria prudente que se acomodara a las necesidades de la economía sin alimentar la inflación, pero sin estrangular el crédito.³⁸ En segundo lugar, el programa descansaba en un tipo de cambio nominal relativamente estable que tendía a apreciarse debido a que la inflación del país era muy superior a la externa, con el consecuente efecto negativo sobre la balanza comercial en particular y sobre la balanza de pagos en general, y podría presentar inestabilidad en el mercado cambiario. Para esto era indispensable contar con una buena cantidad de reservas internacionales de donde echar mano para financiar un posible déficit en las cuentas con el exterior.

Al proceso de indización de la economía, le siguieron dos pautas: la primera, que los salarios se ajustarían a la inflación esperada y, la segunda, que el control de precios se haría mediante un esquema de “concertación” entre los sectores productivos y el gobierno, afectando exclusivamente aquellos precios de bienes y servicios líderes o que tuvieran un efecto general más amplio. Los resultados del PSE fueron extraordinarios: la inflación anualizada de diciembre de 1987 llegó a más de 400%, para fin de 1988 fue algo superior al 25%. La inflación anual diciembre-diciembre, disminuyó de 159.1% en 1987 a 51.2% un año más tarde. A pesar del ajuste fiscal la economía no cayó en recesión debido al aumento del gasto privado como consecuencia de la disminución del impuesto inflacionario a la par de una estabilización de los salarios reales, así como a las altas tasas de interés que dieron ingresos adicionales a los ahorradores privados. El PIB real aumentó 1.4% en 1988.

El PSE tuvo logros importantes en combate a la inflación, por ello el presidente Salinas estableció la versión del PSE al inicio de su gobierno, Pacto para Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), se tenía que crecer pero sin descuidar la inflación y para lograr esta meta se requerían recursos adicionales del exterior y una reducción en la balanza de pagos para pagar la deuda y financiar fugas de capital. Pero no era posible mantener por mucho tiempo tasas de interés elevadas por su impacto negativo en el servicio de la deuda pública interna y en crecimiento económico del país, por lo tanto

³⁸ Ortíz, Guillermo Ortiz (1992) “México después de la crisis de la deuda. Hacia un crecimiento sostenible con estabilidad de precios”, en Bazdresch, Carlos, Bucay, Nisso, Loeza, Soledad y Lustig, Nora (eds.), *México, auge, crisis y ajuste: Macroeconomía y deuda externa, 1982-1989*, México, Fondo de Cultura Económica, vol. II, p. 140.

era esencial disminuir las transferencias al exterior, generar repatriación de capitales y estimular las entradas de capital en forma de inversión extranjera. En marzo de 1989, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América anunció el apoyo de su gobierno para buscar reducir voluntariamente los montos de la deuda de aquellos países con mayores niveles de endeudamiento, a lo que se denominó Plan Brady. México inició inmediatamente las gestiones para apegarse al plan, por lo que entabló conversaciones con la banca internacional, y con el apoyo de EUA pudo reducir el monto de la deuda, se tuvo un acuerdo en julio de 1989, en el cual las tasas de interés disminuyeron casi 20 puntos porcentuales en agosto de 1989, aunque volvieron a aumentar pero siempre por debajo de los niveles anteriores. La respuesta a los signos positivos del PECE, que logró disminuir la inflación de 1989 a 19.7% fue muy positivo para los inversionistas privados. En 1989, el PIB creció 3.3%, cifra superior al crecimiento de la población, y se logró disminuir el déficit financiero del sector público de 12.5% del PIB a sólo 5.6%. Esta disminución se debió fundamentalmente a la reducción del pago de intereses de 23.5% en términos reales, como consecuencia de la reducción de tasas nominales de interés, así como a 13.4% menos de gastos programables del sector público y a un aumento muy pequeño de los ingresos fiscales de 1.7% en términos reales. El sector público liberaba recursos prestables para el sector privado, cuya inversión creció 9.5% en términos reales, al poder obtener más recursos crediticios.

Esta reactivación de la inversión continuó provocando presiones sobre la balanza comercial que todavía logró registrar un pequeño superávit de 405 millones dólares, pero que contrarrestó el déficit de la balanza de servicios. Sin embargo, ya en 1989 empezó a fluir nuevamente la inversión extranjera y el regreso de capitales reflejado en la cuenta de “errores y omisiones”. Estos dos rubros compensaron el déficit en la cuenta corriente, de modo que las reservas apenas aumentaron 272 millones de dólares en 1989. El anuncio de la reprivatización de la banca nacionalizada, en mayo de 1990, y la decisión de México de negociar un acuerdo de libre comercio con EUA, anunciada en agosto de 1990, terminaron por convencer a los inversionistas nacionales y extranjeros de que las medidas para contener la inflación, así como los diversos cambios estructurales que se estaban dando en el área de comercio exterior, reprivatizaciones, desregulación eran permanentes. Con esto, la entrada de fondos no tardó, tanto por concepto de repatriación de capitales como de inversión extranjera, la mayor parte de la cual era de cartera, de tal suerte que por primera vez desde 1982 la transferencia neta de

recursos fue ligeramente positiva para el país. La cuenta de capital de la balanza de pagos mostró un flujo positivo neto de 8,163 millones de dólares, mientras que el rubro de “errores y omisiones” nuevamente tuvo una entrada neta de 2,518 millones. Estimuló la demanda agregada y por lo tanto el crecimiento económico alcanzó en 1990 una tasa de crecimiento de 4.5% en términos reales.

Las fuentes del crecimiento provinieron del sector privado, el consumo privado registró un alza de 6.1%, mientras que la inversión creció a 13.3%. Este aumento de la inversión provocó a su vez una fuerte demanda de importaciones, junto con bienes intermedios y en menor medida bienes de consumo, de tal suerte que las importaciones reales en pesos crecieron 19.7%. Por tanto, la proporción de las importaciones en la oferta total de la economía pasó de 9.8% en 1988-1989 a 11.8% en 1990, para seguir creciendo, esta característica del crecimiento económico reflejaba el crecimiento de la sobrevaluación del tipo de cambio que estaba siendo utilizado como el ancla nominal más importante en el programa de estabilización.³⁹ Los salarios reales lograron incrementarse 3.0% en el año. Sin embargo, el exceso de gasto interno se reflejó en la balanza de pagos, donde la cuenta corriente empeoró casi 30% para llegar a un déficit de 7,449 millones de dólares, que no obstante permitió un aumento de las reservas del Banco de México por 3,414 millones de dólares. Ello presionó la base monetaria al alza, por lo que el Banco Central tuvo que invertir esterilizando una parte importante de estos recursos para limitar las presiones inflacionarias, pero al mismo tiempo permitió que aumentara la disponibilidad de dólares para generar el déficit comercial y ampliar la base productiva del país a través de las importaciones de bienes intermedios y de capital. Por su parte, el gobierno continuó su esfuerzo de reducción del déficit financiero aumentando su ahorro casi dos puntos porcentuales del producto en relación con el año anterior, por lo que el balance financiero del sector público llegó a 3.9% del PIB en 1990.

3.7 Reforma estructural

Aquí se marca un punto de inflexión en la economía mexicana, el modelo de desarrollo dirigido hacia el mercado interno fue abandonado. Los cambios señalados anteriormente culminaron en reformas que implicaron abrir la economía mexicana a los mercados internacionales, liberalizar las diversas actividades productivas que a lo largo de muchos

³⁹ Schwartz, Moisés J. (1994), «Exchange Rate Bands and Monetary Policy: The case of Mexico», en *Economía Mexicana*, Nueva Época, México, Vol. III, núm. 2, segundo semestre, p.290-293.

años habían estado restringidas al Estado o a mexicanos, y eliminar regulaciones. A esta apertura comercial le acompañaron varios cambios institucionales que vinieron a reforzar los ya iniciados en los años previos, en particular la adhesión al GATT, el primer acuerdo de libre comercio con Chile en septiembre de 1991. El de mayor trascendencia fue el Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN) con Canadá y los EUA que entró en vigor en enero de 1994. Entre otros se firmaron acuerdos de libre comercio con Colombia, Venezuela y Costa Rica entrando en vigor en enero de 1995.

Una gran reforma y de gran importancia es la desincorporación de entidades del sector público, ya sea vendiéndolas al sector privado, fusionándolas con otras o incluso cerrándolas. Lo que se planteaba era reducir los gastos del sector público en forma permanente y la carga burocrática, otra es permitir la participación del sector privado en ciertas áreas al reconocer que el precio o la calidad del servicio o bien producida no era necesariamente competitivo. Así de las 1,155 empresas o entidades que existían en 1982, al principio del gobierno salinista en diciembre de 1988 quedaban 618, y para fines de 1993 ya solo quedaban 257 entidades en operación, de las cuales 48 estaban en proceso de desincorporación. De esta forma el gobierno se retiró de 21 ramas de la actividad económica.⁴⁰ La economía mexicana comenzó a mostrar de nuevo signos de debilidad hacia mediados de 1991, tendencia que continuó en 1992 y que definitivamente llegó a niveles de estancamiento en 1993. El PIB real creció solo 3.6%, 2.8% y 0.6% en esos años respectivamente. Entre 1991 y 1993, la cuenta de capital de la balanza de pagos acumulada en esos años llegó a 84,096 millones de dólares, de los cuales 59,703 millones eran de inversión extranjera de cartera y 13,544 de inversión extranjera directa.

Debido a esto se produce de nuevo la *enfermedad holandesa*, por lo tanto la planta productiva doméstica tiende a debilitarse y la entrada de flujos de capital se convierte en una enfermedad que debilita el aparato productivo interno. A este fenómeno se le agrega el impacto de la apertura comercial, no sorprende que las empresas estuvieran cada vez más en situaciones difíciles. Para 1989 10.5% de la oferta total estaba constituida por importaciones, para 1991 esta proporción llegó a 13.2%, y durante los dos años siguientes el monto de las importaciones alcanzó alrededor del 15% de la oferta total,

⁴⁰ Schael, Dorothe et., al. (1995), *Crónica del Gobierno de Carlos Salinas de Gortari, 1988-1994. Síntesis e índice temático*, México, Presidencia de la República-Fondo de Cultura Económica, pp. 690-695.

esto impactaba la planta productiva del país. El producto interno bruto en 1993 se estancó totalmente, había problemas de desempleo, la recesión económica dio lugar a un fenómeno que con el tiempo se fue haciendo más frecuente: la cartera vencida de los bancos, que se dio conforme los deudores que quebraban o que tenían mucha dificultad en sobrevivir no podían cubrir sus créditos. Mientras que el PIB solo creció 2.6% en 1992, la oferta total aumentó 5.2% en términos reales, debido a que las importaciones crecieron más de 20% ese año. Por otra parte, el consumo privado creció 3.9%, mientras que la inversión, fundamentalmente la privada, aumentó 14.4% en 1992. Es decir, el sector privado estaba consumiendo más, invirtiendo más y ahorrando menos. Su faltante era cubierto por flujos de capital del exterior o bien por el superávit financiero del gobierno, y por las enormes transferencias netas al exterior. La deuda externa privada aumentó más que la pública en esos años.

3.7.1 Lucha contra la inflación.

La prioridad del PECE y de la política económica era la inflación, ello se reflejó en la política fiscal que gradualmente fue eliminando el déficit del sector público, de 12.5% del PIB en 1988 a un superávit de 0.5% del PIB en 1992. La política cambiaria jugó un papel central en contener el crecimiento de los precios a través de la sobrevaluación del tipo de cambio, hecho que se evidenció al disminuir gradualmente la velocidad del deslizamiento del peso. La apertura comercial, con una mayor disponibilidad de bienes, a precios internacionales y con un dólar barato contuvo los precios internos. El resultado fue excelente, en diciembre de 1988, fue de 51.7%, pasó a 11.9% en 1992 y a 8% en 1993. Se estaba generando un déficit comercial y de la balanza de pagos, a partir de la sobrevaluación del tipo de cambio, el superávit comercial comenzó a descender y se volvió un déficit en 1990. Así, en 1992 el déficit comercial había llegado a 15,933 millones de dólares y al año siguiente alcanzó la cifra de 13,481 millones. El balance de las transacciones con el exterior, reflejado en la cuenta corriente, fue deteriorándose en forma similar, de 7,449 millones en 1990 pasó a 24,803 millones en 1992, y a 23,400 en 1993. Se tuvo una mejoría en la balanza comercial en 1993 que se debió a la reducción de las importaciones como consecuencia de la contracción de la actividad económica, pues el PIB solo creció 0.6% en términos reales.

En los años noventa la inversión sufrió la contracción más severa, menos 3.3%, el crecimiento del consumo privado fue cero, mientras que el consumo del sector privado

creció 3.0%. Por esto y por la reducción de los ingresos públicos por la propia recesión el superávit financiero del sector público disminuyó ligeramente como porcentaje del PIB a 0.7% en 1993. Para el periodo 1990-1993, el sector público eliminó su déficit, por lo que se recurrió al sector externo para financiar el exceso de inversión privada. Se tenía el riesgo que en cualquier momento se detuvieran los flujos de capital provenientes del exterior, y la balanza de pagos estaría en una situación tan deficitaria que el tipo de cambio tendría que devaluarse y la actividad económica podría contraerse. Se trataba de reducir la inflación a niveles de los países más avanzados, a alrededor de 6% para 1994. Esto suponía que los flujos de capital continuarían en cantidades suficientes, y además iniciarían discretamente la sobrevaluación del tipo de cambio. En efecto el peso se depreció alrededor del 8% entre febrero y marzo de 1994, pero después del asesinato del candidato del PRI a la presidencia Luis Donaldo Colosio, a fines de marzo, la fuerte salida de reservas del Banco de México, de casi 11,000 millones de dólares hizo que la depreciación se detuviera. A partir de esto el peso sufrió ataques especulativos recurrentes, por lo que las reservas siguieron decreciendo a lo largo del año.

Mientras que a principios de marzo de 1994 las reservas internacionales del Banco de México eran de más de 29,000 millones de dólares para el 19 de diciembre, día de la devaluación, se habían reducido a 10,457 millones. Esta reducción, sin embargo, no incluye la emisión de tesobonos, certificados gubernamentales indizados al dólar. La emisión de tesobonos durante **1994** llegó a 26.4 miles de millones de dólares. **La política monetaria fue expansiva, la base monetaria aumentó** términos nominales diciembre-diciembre 20.6%, mientras que la inflación fue de poco más de 7%, mientras que la oferta monetaria real lo hizo 12.7%, el crédito interno del Banco de México registró un incremento a lo largo de todo el año, en parte para contrarrestar la salida de reservas, que en realidad permitió la expansión de la actividad económica, acelerando la demanda agregada. La emisión de tesobonos por parte de las autoridades para contrarrestar parcialmente la caída de reservas escondió la verdadera presión sobre el mercado cambiario, que refleja fuga de capitales y deuda externa disfrazada. La política cambiaria durante el resto del sexenio, con una fuerte sobrevaluación, y la política monetaria expansionista siguieron estimulando las importaciones a lo largo de todo el año de 1994 incluido diciembre. A pesar del aumento de las exportaciones en 17.3%, el déficit comercial creció 37% para llegar a 18,464 millones de dólares, mientras que el déficit en cuenta corriente también repuntó 23%, para situarse en la cifra récord de

29,240 millones de dólares al terminar el año. Por tanto, las presiones en el tipo de cambio continuaron junto con la política monetaria de expandir el crédito interno y en medio de ataques especulativos al peso se dio la devaluación abrupta del tipo de cambio apenas a las tres semanas de haber iniciado el nuevo gobierno. Esta devaluación llegó a más de 100% en términos del peso, muy por encima de la sobrevaluación estimada en aproximadamente 20% a 25%.

La deuda pública tanto interna como externa, que con dificultades había logrado reducirse en los últimos años de 78.5% dl PIB en 1986 a 21.9% en 1993 volvía a colocar al país en una situación de problema de caja o quizás de insolvencia en el corto plazo. Esta vez la deuda externa de México, era repartida entre un gran número de mexicanos. Muchos individuos y empresas se habían endeudado en los años anteriores para adquirir bienes de consumo duradero, para ampliar o renovar su planta o empresa. La deuda de las personas y de muchas empresas era con la banca comercial del país y se había contratado a tasas reales relativamente altas. Se estima que el saldo de la deuda de México, pública y privada, llegaba a alrededor de los 150,000 millones de dólares. El proceso del endeudamiento externo que nos condujo a la crisis del 1982 y en los noventa a dismantelar nuestro sistema bancario y nuestras finanzas públicas, es un proceso que se inicia en los mercados financieros internacionales de capital en la década de los setenta, debido a una expansión muy acelerada del crédito privado. Esta expansión del crédito bancario internacional procede de la ruptura de la estabilidad cambiaria, al pasar de los tipos de cambio fijos entre las más importantes monedas y de las tasas de interés reguladas, a mercados financieros con cambios en los precios de las divisas y tasas de interés variables.⁴¹

Un detenido análisis de la actuación de la BMV muestra que su influencia dentro del sistema financiero no fue definitiva, para explicar la razón de los repuntes que acusa la actividad bursátil al finalizar la década de los setentas con la Ley del Mercado de Valores, la introducción de los Petrobonos y los certificados de la tesorería de la Federación (Cetes), se dio un nuevo impulso a las casas de bolsa. Y es así como las casas de bolsa empezaron a fungir como intermediarios de títulos emitidos por firmas muy importantes. También el Banco de México tiene que ver en este repunte desde el momento en que otorga a las casas de bolsa exclusividad inicial de participación en la

⁴¹ Correa, Eugenia (2003), op. cit., p.3

colocación primaria de los Cetes, y determina, además, que los intercambios sólo se realizarán en la bolsa.

Capítulo 4

Nuevos Regímenes de Política Monetaria en México, 1994-2009

Introducción

En el presente capítulo analizamos los nuevos regímenes de política monetaria implementados por el banco central mexicano « Banco de México ». En la primer parte se describen las etapas en las que esta institución se ha desempeñado de manera autónoma, considerando que en la tercera y actual etapa son en las que el Banco de México ha conducido sus políticas a controlar el crecimiento de los precios «la inflación», dejando de lado el desarrollo económico del país. En la segunda parte del capítulo se explican los regímenes de política monetaria que ha adoptado el Banco de México para poder lograr su meta principal «el objetivo inflación», empezando con el régimen de saldos acumulados, siguiendo con el régimen de saldos diarios y finalizando con el régimen de tasa de interés interbancaria, todos estos regímenes han sido instrumentados bajo el esquema de «Metas de Inflación». En la tercera parte se expone un modelo econométrico el cual demuestra que los agregados monetarios ya no son una variable fundamental para conducir la política monetaria del país.

4.1 Autonomía del Banco Central

Los organismos internacionales, Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, así como los funcionarios instrumentadores de la política monetaria mexicana han considerado que una de las principales características para que la política monetaria funcione es que la **autoridad monetaria** sea **autónoma**, por lo cual es conveniente mencionar **tres periodos** en los que se considera que el Banco Central (Banco de México) se ha desempeñado de manera autónoma. El primero de ellos es la llamada **autonomía reglamentaria** (1925-1938) formalizada en normas incorporadas en su ley por virtud de las cuales se fijaron toques a la expansión de las variables operativas clave. El segundo, denominado **autonomía carismática** (1955-1970) pues ésta dependió de la defensa que le extendieron ciertos personajes clave de gran prestigio intelectual y político. El otro apoyo fundamental fue la existencia de finanzas públicas sanas, cuya

desaparición fue la causa de su caída. El tercero, conocido como **autonomía institucional** (1994 - a la fecha) se diferencia de los dos periodos precedentes por la robustez alcanzada. Esta se apoya en varios puntales: a) finanzas públicas sanas –varios años-; b) un mandato único para el banco central con rango constitucional y c) un órgano directivo protegido contra interferencias externas e independencia administrativa y presupuestal.

4.1.1 Autonomía Reglamentaria

El **primer periodo** se extiende desde la fundación del Banco de México, en septiembre de 1925, hasta 1938, y a la que se le denomina, etapa de la autonomía reglamentaria, ya que en este periodo quiso garantizarse la independencia del órgano central con apoyo en reglas o normas incorporadas en sus leyes orgánicas. El propósito era crear una «institución independiente». Este propósito se encuentra en su Ley Constitutiva promulgada el 25 de agosto de 1925. El artículo 28 de la Constitución de 1917 estableció entre las funciones reservadas en exclusiva al Gobierno la emisión de billetes, la cual estaría a cargo de un Banco Único controlado por el Estado. El problema para el legislador consistió entonces en garantizar ese control a la vez que conciliar la idea con la creación de una institución autónoma. El objetivo se consiguió mediante la conformación de una sociedad anónima en la cual el gobierno tuviera una mayoría aunque no la totalidad de las acciones y la implantación de una serie de normas conducentes a ese fin.

Una idea medular en la estructura de esa primera ley orgánica, fue la de introducir pesos y contrapesos para buscar balances y equilibrios. Por ejemplo, la prerrogativa otorgada para que de cinco consejeros por las acciones de la serie A - de suscripción exclusiva para el Gobierno - pudiesen ser recusados cuatro por la serie B - de suscripción preferencial a cargo de los bancos y del público -, y que de los cuatro por esta última serie pudieran ser recusados por la alternativa tres. La incorporación de este mecanismo respondió a la finalidad de que la Asamblea de Accionistas seleccionara con el mayor cuidado posible a sus consejeros representantes. Con todo, no hay evidencia de que mientras estuvo en vigor la Ley Constitutiva por casi una década el derecho de recusación fuese alguna vez ejercido por alguna de las dos series de accionistas. Asimismo, la ley le reservó al secretario de Hacienda el derecho de veto respecto a las operaciones que involucraran la emisión de billetes o la inversión de recursos en el

extranjero. Esta idea de incorporar pesos y contrapesos respondió también a otras dos finalidades muy importantes: asegurar que la emisión se apegase a procedimientos muy estrictos, proteger los intereses patrimoniales de la nación representados en el capital de la institución y el deseo de promover el crédito para propiciar el desarrollo económico del país.

La disciplina a que deberían sujetarse las operaciones que implicaran expedición de billetes quedó resuelta apegándose en lo fundamental a los principios del patrón oro entonces en vigor en México. En congruencia con ese enfoque, únicamente había dos caminos para la expansión monetaria: la obtención de oro mediante excedentes en la balanza de pagos y la extracción de metal precioso nuevo a cargo de los mineros nacionales. Acorde con ello, la emisión sólo podría consistir en un mero intercambio de billetes por especie en oro. Según su ley Constitutiva, el total de los billetes en circulación no podría exceder del duplo de la reserva en oro en poder de la institución. También *la Ley Constitutiva del Banco de México fue la que le otorgó las facultades para operar como banco de depósito y descuento. Esto se hizo para estimular la difusión del crédito en el país y a fin de concederle a la institución mayor margen de acción a fin de consolidarse y poder subsistir. Desafortunadamente, esto se convirtió en el talón de Aquiles del Banco de México en esta primera época.*

La institución perdió la mitad de su capital exhibido en el proceso inaugural debido a la crisis económica que irrumpió desde principios de 1927. Esta situación se agudizó hasta causar la insolvencia de los acreditados incluidos en la cartera comercial del banco. Por el lado de los redescuentos del Banco de México, éstos no estuvieron dirigidos a limitar su monto sino a mitigar la concentración de riesgos bancarios. De 1925 a 1931 el redescuento resultó reducidísimo. Ello ocurrió en parte porque muy pocos bancos comerciales se asociaron al Banco de México, pero además en razón de que los escasos asociados que hubo presentaron muy pocas solicitudes de ese tipo de operación.

La ley de 1936 las reglas a que debiera sujetarse la Administración del Banco tendrían como una de sus principales finalidades “garantizar mejor su autonomía”. Asimismo, la misión fundamental de la institución debería ser que “la estructura bancaria del país” tuviera por «base una moneda sana». Ley Orgánica de 1936 también reglamentó que el instituto central pudiese actuar como banco de bancos y sostén o prestamista de última instancia. Sin embargo, dada la prioridad o preponderancia de la función de regulación monetaria sobre las restantes asignadas a la institución, el préstamo de última instancia debería ejercerse sólo por excepción, a menos de que se identificara “por completo con

la función regulatoria”. Otro punto medular fue el de evitar que actuando en su calidad de banco de bancos, la operación del Banco de México desembocase en permitir que los bancos comerciales y demás instituciones a él asociadas pudiesen ampliar sus operaciones gracias al crédito primario. Las operaciones que emanaran del crédito de última instancia deberían concederse a tasas de interés superiores a las que el banco practicase en el resto de sus transacciones y por supuesto a las que rigieran ordinariamente en el mercado.

La reserva internacional tendría que estar integrada al menos en un 80% por oro y el resto por plata y divisas, no pudiendo ser estas últimas más del 10% del total. Los procedimientos para la valuación de la reserva se plantearon también en los términos más prudentes. El oro debería contabilizarse a su valor de adquisición, a menos de que éste llegase a ser superior al precio corriente en el mercado. Ello, con la finalidad de impedir la posibilidad de incrementar el saldo de ese acervo mediante el expediente de aplicar una política inflacionista. El banco de México tenía que mantener “en todo momento una Reserva suficiente para sostener el valor del peso”. Así, se estableció un mínimo ya que dicha reserva nunca debería ser menor a 100 millones de pesos y cubrir cuando menos el 25% “de la cantidad a que ascendieran los billetes emitidos y las obligaciones a la vista en moneda nacional”.

También se fijó una reserva obligatoria «encaje legal» a los pasivos a la vista y a corto plazo de los bancos. Aunque este esquema existía desde la Ley Constitutiva del Banco, en la Ley de 1936 se puso especial énfasis en cuidar su cobertura y efectividad. La razón era clara: si el órgano central tendría a su cargo la responsabilidad de actuar como prestamista de última instancia y esa función debería ejercerse sólo por excepción, resultaba conveniente vigilar que los bancos y demás instituciones financieras mantuvieran siempre una situación satisfactoria de liquidez. La Ley de 1936 fijó dos límites o topes respecto a la emisión de billetes, la suma de los billetes en circulación más las obligaciones a la vista del banco central no podrían ser mayores a la cifra de 50 pesos por habitante del país. La emisión de billetes se concretó en la naturaleza de las operaciones que podían darle salida a éste, ya que se especificaron los documentos que el banco central podría redescantar y las condiciones que esos títulos deberían satisfacer. Pero aparte de la descripción detallada de las operaciones de crédito permitidas al instituto central y de los títulos admisibles en cada tipo de transacción, la idea orientadora fundamental fue que al operar la entidad cumpliera en todo momento con “su función regulatoria, buscando el ajuste entre la oferta y la demanda de dinero”.

La autonomía que se buscó darle al Banco de México mediante la Ley Orgánica de 1936 no tardó en caer por tierra. O más bien esa autonomía tan cuidadosamente buscada mediante una armazón de protecciones nunca remontó el vuelo.⁴² Jurídicamente lo que ocurrió es que para que entraran en vigor las disposiciones o límites antes explicados se fijaron plazos bastante extensos y cada vez que se aproximaba el término de alguno de esos plazos se acordaba su extensión para una fecha futura.

4.1.2 Autonomía Carismática

Esta etapa no viene acompañada de una modificación del marco normativo que regía al Banco de México, o incluso de la promulgación de un nuevo ordenamiento orgánico. La explicación es que una reforma semejante nunca fue de hecho estrictamente necesaria. El punto desde el ángulo legal fue que la Ley Orgánica de 1941 aceptaba tanto la aplicación de una política monetaria expansionista como estabilizadora. De ahí que no fuese indispensable la derogación de ese ordenamiento.

Con el Desarrollo Estabilizador, periodo notable en la evolución económica de México, tuvo lugar un paquete de políticas económicas congruentes, las cuales estuvieron marcadas por su viabilidad. Así, la **autonomía carismática** del Banco de México no fue sólo una secuela lógica de la aplicación de ese enfoque, sino parte medular de su diseño y de su instrumentación. Que un banco central esté en situación de operar sin interferencias y pueda aplicar una política monetaria conducente al logro de la estabilidad de precios o a su conservación puede depender de dos fórmulas: a) de que la institución esté dotada de autonomía legal o b) que una serie de circunstancias favorables obren a manera de permitirle funcionar como si lo fuera. Esta segunda variante fue la que prevaleció en rigor en México durante el periodo del Desarrollo Estabilizador.

Se llama **autonomía carismática** porque la intervención, visión y voluntad de ciertos personajes clave fue lo que obró ese cuasi-milagro que brilla en la historia monetaria de México. Sobre todo Rodrigo Gómez, desde el Banco de México, y Antonio Ortiz Mena, en la Secretaría de Hacienda, ambos actuaron para que en esa época la banca central pudiera aplicar una política monetaria conducente a la estabilidad. Las finanzas públicas

⁴² Turrent, Eduardo (1982), *Historia del Banco de México*, México, Banco de México, vol. I, pp. 449-465.

se mantuvieron sólidas, evitándose la posibilidad de que el funcionamiento del Banco de México quedara subordinado a la predominancia fiscal. Asimismo, otro de los grandes logros de Ortiz Mena y de Rodrigo Gómez consistió en convencer a los presidentes en turno – parcialmente Adolfo Ruíz Cortines, Adolfo López Mateos y Gustavo Díaz Ordaz- de que una operación sin interferencias del banco central era una fórmula idónea para poder conseguir un crecimiento económico rápido y sobre todo sustentable.

El Desarrollo Estabilizador se inicia hasta 1958 o 1959, o sea hacia principios de la presidencia de López Mateos. Sin embargo, los fundamentos de ese esquema se sentaron en 1954. La devaluación de 1954 se diferencia de todas sus precedentes y de sus posteriores en tres aspectos. Primeramente, en que las autoridades se anticiparon a que la especulación drenara la reserva monetaria del banco central. Segundo, en que se tomaron medidas para evitar que se fugaran al exterior tramos cuantiosos de la captación de la banca. La tercera característica fue que a partir de la modificación del tipo de cambio se aplicó una restricción monetaria rigurosa que se mantuvo en forma indefinida. Por esto, el banco central no tuvo la necesidad de acomodar pasivamente la ampliación de la demanda de medios de pago que suele ser inducida después de una depreciación drástica del tipo de cambio por el aumento que experimentan los precios de los bienes importados y de los comerciables en general.

La devaluación de 1954 comprendió dos instancias. En la de corto plazo, con fundamento en el enfoque monetario de la balanza de pagos, la restricción monetaria obligaría a que la liquidez que requiriese la economía proviniera del exterior principalmente en la forma de saldos favorables de comercio (inducidos por la devaluación) y entradas de capital. Este sería el mecanismo para defender el saldo de la reserva internacional y equilibrar a la balanza de pagos. Se entendía que en México el tipo de cambio ejercía una influencia muy poderosa sobre el nivel general de los precios. Así, la dimensión de largo plazo del esquema se conformó con fundamento en estas dos ideas. La salud de las finanzas públicas sería indispensable para que el banco central pudiera conservar el control monetario y también para contener una ampliación excesiva de los déficit en cuenta corriente. El otro elemento consistiría en asegurar una tasa de inflación interna semejante a la de los Estados Unidos de América (EUA). Para lograr este último fin, los instrumentos de política serían el nuevo tipo de cambio fijo y la aplicación indefinida de una política monetaria prudente.

Esto dio resultado gracias a que el presidente López Mateos hizo una petición a su secretario de Hacienda, Ortiz Mena, a principios de 1958: se requiere un programa económico que asegure a la vez un crecimiento continuo de la producción, con una elevación continua de los salarios reales. Se redactó un programa económico llamado Plan Económico Nacional (PEN), donde se enfatizó en la necesidad de procurar la mejor coordinación posible entre la política monetaria y la política fiscal.⁴³ Esta fue una guía fundamental para la determinación de que esta última debía ser el de «evitar el déficit del presupuesto, cuidándose que el equilibrio se logre no sólo en las cuentas del Gobierno Federal sino en el sector público como un todo».

La aplicación de una política monetaria acertada no fue un hecho aislado en el Desarrollo Estabilizador, fue parte integral de una estructura y de un programa perfectamente planeado e interconectado. Lo que se necesitaba antes que nada, era la estabilidad de precios. Con inflación es imposible lograr que el poder adquisitivo de los salarios se eleve de manera continua. Fue así que se plantearon los requisitos para lograr que no hubiera inflación en ese sexenio. Antes que nada, ese objetivo demandaba una política monetaria prudente. El elemento indispensable para esa política sería conservar finanzas públicas sanas y bajo control. La conservación de la estabilidad cambiaria sería el corolario y complemento natural de ese enfoque operativo.

El otro apoyo básico de esa estrategia económica residió en brindar a los agentes económicos incentivos suficientes y apropiados para inducir la elevación del ahorro y de la inversión. La estabilidad de precios sería un elemento indispensable a ese fin y que debería venir acompañada de otros dos pilares: 1) el fortalecimiento de la confianza - para ahorradores, inversionistas y consumidores - y 2) una actuación congruente del Estado como promotor del desarrollo. La experiencia durante las devaluaciones previas de 1948-49 y de 1954 había demostrado palmariamente que los ajustes cambiarios desatan fuertes presiones inflacionarias. De ahí la instrucción de «no a la devaluación» que el presidente López Mateos pidió a su ministro de Hacienda. También se tomó la decisión de utilizar al tipo de cambio fijo como ancla y referencia para el esfuerzo orientado a suprimir la inflación. La fijación del tipo de cambio fue un mecanismo muy importante en la lógica del Desarrollo Estabilizador. Ya que éste cumplió con el papel de estabilizar los precios y no dejarlos crecer.

⁴³ Ortiz Mena, Antonio (1998), *El Desarrollo Estabilizador: Reflexiones sobre una Época*, México, Fondo de Cultura Económica y El Colegio de México, Anexo I.

A finales de 1958 y principios de 1959 había rumores devaluatorios, entonces las autoridades tomaron medidas orientadas a fortalecer la confianza pública en la idea de que no habría devaluación, y en el gobierno, en la política económica y en las instituciones del país. La manera de llegar a esos fines fue conseguir apoyos muy decididos en el exterior. Fue así que se decidió que el secretario de Hacienda y el Director del Banco de México viajaran de inmediato a Washington a concretar tres acuerdos: a) activar un convenio para la estabilidad cambiaria que México tenía suscrito de tiempo atrás con la Tesorería de los Estados Unidos; b) obtener apoyos del Fondo Monetario Internacional mediante la presentación de un programa económico convincente y c) conseguir créditos para México con el Banco Mundial, el *Eximbank* de EUA y algunos bancos privados de importancia con operaciones internacionales.

La determinación de no devaluar - y por tanto de conservar el tipo de cambio fijo - implicó la adopción de las políticas económicas conducentes a conseguir esa finalidad: mantenimiento de finanzas públicas sanas, la aplicación de una política monetaria prudente, seguir una política salarial responsable, conservar la referencia de los precios internos con respecto a los del exterior y realizar proyecciones confiables sobre los distintos conceptos de la balanza de pagos. Esto último, con el fin de asegurar que el abastecimiento de divisas fuera suficiente en todo tiempo para satisfacer la demanda requerida por el desarrollo del país.

En todos los países la salud de las finanzas públicas es la condición necesaria para impedir el surgimiento de presiones inflacionarias de tipo general, es decir aquellas que se manifiestan en una expansión excesiva de la demanda agregada. Cuando en un país existe un déficit fiscal grande, se coloca tanto a las autoridades monetarias como a las hacendarias en una situación de gran conflicto potencial. Por un lado, a estos últimos les puede resultar imposible encontrar fórmulas para financiar el déficit fiscal de manera no inflacionaria. Por otro lado, a las autoridades monetarias les puede resultar inmensamente difícil -y lo más probable es que imposible- evitar la emisión de moneda redundante para cubrir el desbalance de las cuentas públicas. De hecho, esa ha sido la secuencia de causalidad que han seguido la mayoría de las grandes inflaciones ocurridas en la era moderna. *La autonomía es la protección para que el banco central no pueda ser obligado en contra de su voluntad, a financiar déficits fiscales.*

El complemento natural de finanzas públicas sanas es la aplicación de una política monetaria conducente a la estabilidad. Los banqueros centrales suelen estar avisados respecto a los males que causa la inflación y tienen la convicción de que la principal

finalidad de la política monetaria debe ser la conservación de la estabilidad de los precios.

A partir de diciembre de 1970, el Desarrollo Estabilizador fue reemplazado por el llamado Desarrollo Compartido. En el papel, una de las diferencias principales entre esos dos enfoques fue que en este segundo se agregó a la meta de crecimiento una más: la de buscar incidir también sobre la distribución del ingreso. En la práctica, en los órdenes: monetario, fiscal y financiero, el Desarrollo Compartido se concretó en un expansionismo desenfrenado. El gasto público se incrementó exponencialmente, y con el déficit fiscal y el saldo de la deuda pública externa. La expresión monetaria de ese expansionismo fue un crecimiento muy rápido de la emisión de moneda. Obviamente, esto último no hubiera sido posible de haber prevalecido una política monetaria prudente, la cual logró afianzarse a todo lo largo del Desarrollo Estabilizador.

4.1.3 Autonomía Institucional

La Ley Orgánica del Banco de México de 1985 estableció un propósito fundamental, *procurar condiciones crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad en el poder adquisitivo de nuestra moneda*. El instrumento para alcanzar ese objetivo sería la facultad que se otorgaba al Banco de México a fin de que pudiera determinar durante el mes de enero de cada año el saldo máximo de financiamiento interno que concediese la institución dispuesto a alcanzar.⁴⁴ Una disposición complementaria de la anterior, también muy importante en el cuerpo de ese ordenamiento se estableció respecto al crédito que el instituto emisor pudiera otorgar al Gobierno Federal. Quedó limitado a que el saldo deudor de la cuenta de la Tesorería en ningún momento fuese superior al 1% de los ingresos fiscales «previstos en la Ley de Ingresos de la Federación» para el año de que se tratase. El esquema quedó redondeado con la prohibición de que el órgano central pudiera otorgar crédito al propio Gobierno Federal mediante la adquisición de títulos de la deuda pública o en otra variante crediticia.

La ley de 1986 fue la antecesora de la Ley de 1993 que entró en vigor en 1994, donde hay dos puntos de importancia, el primero, es que ésta se gestó en un contexto de

⁴⁴ Banco de México (1995), “Ley Orgánica del Banco de México y Exposición de Motivos”, en *El Trimestre Económico*, Fondo de Cultura Económica, abril-junio, pp. 589-600.

pensamiento económico muy diferente al que prevalecía, digamos, dos décadas antes. El segundo, que esta autonomía resultó mucho más robusta que sus precedentes.

Los elementos que reforzaron la autonomía institucional con la que actualmente opera el Banco de México son: **fortaleza** derivado de las reformas legales de diciembre de 1993, fue la claridad con que quedó especificada en el propio texto constitucional la **misión del Banco Central**. En el artículo 28 de la Carta Magna quedó asentado sin ambigüedad que el objetivo prioritario del Banco de México sería en adelante **procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional** y que por tal razón ninguna autoridad podrá ordenar al banco [central] conceder financiamiento. Además, cabe señalar que México es uno de los pocos países del mundo en que la autonomía del banco central ha quedado consignada en la Constitución.

Se deja ver que la última finalidad del instituto central es fomentar en la medida de sus posibilidades el progreso económico y el bienestar material de la población del país, la mejor manera de contribuir al logro de esas metas es mediante la conservación de una moneda sana, es decir, con un poder adquisitivo estable.

La ley de 1993 incorporó un procedimiento muy novedoso gracias a la década de los treinta que había demostrado que el banco central quedaba sin medio de defensa una vez que los topes crediticios especificados en la ley quedaban superados. La Ley vigente resolvió esa falla de una manera muy efectiva: en caso de que el financiamiento al Gobierno Federal llegue a rebasar el límite señalado, el banco central podrá colocar con cargo al gobierno títulos de la deuda pública en cantidad suficiente para absorber y esterilizar el circulante que se haya emitido por concepto de ese financiamiento concedido por arriba del límite oficial.

Un aspecto muy importante a resaltar respecto a la autonomía institucional con que cuenta actualmente el Banco de México, es que ésta no abarca la facultad para determinar la política cambiaria. Es decir, la autonomía está definida en lo principal respecto a la determinación y al manejo de la política monetaria. La determinación de la política cambiaria se encuentra a cargo de un órgano colegiado - La Comisión de Cambios - que se integra en igual número por funcionarios del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda, pero en el cual esta última tiene voto de calidad en caso de empate.

La superioridad de la ley de 1993 está basada respecto a la integración y funcionamiento del órgano de gobierno de la institución. Hasta 1982 el Consejo estuvo controlado por el Gobierno a través de sus consejeros representantes y no permitía ninguna controversia.

La situación se hizo aún más sesgada hasta 1993, periodo en el cual todos los integrantes del órgano directivo fueron funcionarios públicos.

Aunque hasta 1982 los funcionarios públicos estuvieron impedidos para ser designados consejeros en representación de las acciones A, la medida no fue garantía de que el Consejo de Administración operaría en forma independiente. Asimismo, la participación en ese órgano de consejeros representantes de los bancos comerciales introdujo en su funcionamiento conflictos de interés que no siempre se resolvieron de la mejor manera para el bien general.

La fórmula se modificó radicalmente en la Ley de 1993, mediante la creación de la Junta de Gobierno y de las figuras del Gobernador y de los cuatro Subgobernadores. Lo relevante para fines del presente trabajo es la armazón de garantías y de defensas incorporadas en ese ordenamiento, cuya finalidad consiste precisamente en procurar un funcionamiento autónomo del órgano y una actuación independiente de cada uno de sus integrantes.

Lo logrado en México en materia de combate a la inflación durante los últimos años es prueba de las ventajas de contar con la autonomía institucional. En el transcurso, al amparo de la autonomía el Banco de México ha conseguido otros avances dignos de mención como la reconstitución de la reserva internacional, el afianzamiento de la flotación cambiaria, la adopción definitiva del esquema llamado **Objetivos de Inflación**, la afinación de las normas relativas a la operación de las instituciones financieras y la consolidación del sistema de pagos.

De estos cambios se toma como la principal adopción definitiva del esquema llamado **Metas Explícitas de Inflación**, lo cual se realizó dentro de un proceso de avances graduales. Para el abatimiento de la inflación, tanto el mecanismo llamado «encaje cero» como la flexibilidad al alza de las tasas de interés del crédito suministrado por el Banco de México han sido de una eficacia probada. El esquema de **Metas Explícitas de Inflación** busca consolidar a la política monetaria como el ancla nominal de la economía. En este sentido, un elemento indispensable o fundamental para el esquema de **Objetivos de Inflación** es que el banco central haya sido dotado de autonomía.

La política monetaria, sin duda alguna, representa uno de los instrumentos más importantes de que disponen las autoridades para alcanzar el objetivo fundamental de elevar el bienestar de la sociedad. Para hablar sobre los alcances de la política monetaria es necesario detenerse por un momento a pensar sobre el uso mismo del dinero, que fue abordado en el capítulo uno de este trabajo.

A partir de la década de los noventa un número creciente de países medianos y grandes, desarrollados y emergentes, empezaron a utilizar cada vez más como ancla nominal⁴⁵ una meta de inflación, este se puede considerar como el cambio más importante en la estructura de política monetaria desde el colapso del sistema Bretton Woods a principios de los años setenta.

Primero se tiene que distinguir entre **metas finales** y **objetivos intermedios**; las metas finales corresponden a los objetivos de largo plazo de la autoridad monetaria, que es la estabilidad de precios, y los llamados **objetivos intermedios** que pueden considerarse como **metas a corto plazo que pueden ser el crecimiento de algún agregado monetario o las tasas de interés**, sobre todo las variables que guarden una relación estrecha con el crecimiento de los precios.

En el caso de México se manejan las metas explícitas de inflación, donde las autoridades realizan un anuncio formal de la meta y se comprometen a hacer todo lo posible para su obtención. La mayoría de los países que aplican este esquema monetario, tienen un considerable nivel de credibilidad y gozan de cierta estabilidad financiera. En México ésta se logra a partir de la extranjerización del sector financiero, y para mantener la inflación baja se necesita hacer un claro compromiso de perseguir una meta inflacionaria. Sin embargo este compromiso se da al precio de menos flexibilidad para perseguir otros objetivos como crecimiento de la producción y del empleo.⁴⁶

El Fondo Monetario Internacional considera que una meta de inflación preanunciada es preferible a tener como ancla a un agregado monetario. Los países con metas de inflación tienen algún tipo de flotación cambiaria, para limitar la vulnerabilidad ante un ataque especulativo contra la moneda nacional.

El sistema de metas explícitas de inflación se adoptó en algunos países debido a la necesidad de reducir su inflación que estaba por encima del promedio de la OCDE, pero sobre todo fue una respuesta a sus dificultades para conducir su política monetaria con base en un vínculo cambiario, que los hacía vulnerables ante los ataques especulativos, o de algún agregado monetario que no resulta conveniente

⁴⁵ Un ancla nominal es un instrumento de política económica que permite orientar y guiar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

⁴⁶ Chapoy Bonifaz, Alma (2005), "Las metas explícitas de inflación como esquema para conducir la política monetaria", en Mantey, Guadalupe y Levy, Noemi (coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, p.240.

en los procesos de innovación y de desregulación financiera con mayor globalización de los mercados internacionales de capital.

Un banco central puede ser responsable ante un objetivo cambiario porque las medidas que tienden a influir en el tipo de cambio tienen un impacto inmediato. Dicho de igual modo, *es relativamente sencillo hacer el seguimiento de una meta monetaria pues la política monetaria influye sobre los agregados monetarios con gran rapidez*, aunque no tanto como en el caso del tipo de cambio. La política monetaria afecta a la tasa de inflación con retrasos de incierta duración y con fuerza variable debido al tiempo que transcurre entre la aplicación de un cambio en dicha política y su efecto sobre la inflación, esto limita la capacidad del banco central para controlar la inflación. Estos retrasos tienen que ser tomados en cuenta al elegir los instrumentos de política monetaria que se van aplicar.

Los países, en su mayoría los industriales y el Fondo Monetario Internacional encuentran que el régimen de metas de inflación es una estrategia útil de política económica incluso en los países emergentes y en transición. Con tal propósito, éstos han optado por brindar autonomía a sus bancos centrales y les han asignado como principal objetivo mantener la estabilidad de precios, al considerar que es así como la política monetaria puede hacer su mejor contribución al desarrollo económico. La inflación siempre merma el bienestar de la población, ya que inhibe el crecimiento de la producción a largo plazo, acentúa la desigual distribución del ingreso, el alza de los precios y de los bienes y servicios, el aumento de los costos de transacción en las operaciones financieras y comerciales, por lo cual, resulta lógico que la política monetaria apoye el crecimiento a largo plazo manteniendo baja la inflación, pero pretender llegar a niveles exageradamente bajos de este indicador puede ser peligroso ya que puede producir un sesgo deflacionario que daña a cualquier país. En aras de alcanzar la meta de inflación, en los países emergentes y en transición se está sacrificando el crecimiento económico y se está acentuando la desigualdad en la distribución del ingreso.

Las principales características de un **esquema de metas explícitas de inflación** son:

- El objetivo principal de la política monetaria es la obtención de una inflación baja y estable.
- La meta de inflación debe de anunciarse públicamente, tal anuncio puede hacerlo el banco central, el gobierno o ambos. El hecho de que el gobierno realice el anuncio de manera unilateral puede crear la percepción de cierta

dependencia del banco central en relación con el gobierno, lo cual resta credibilidad y autonomía a esa institución. Si el banco central realiza el anuncio en forma independiente del gobierno puede ponerse en duda la voluntad política del gobierno para colaborar a la consecución del objetivo inflacionario. Por estos se considera más conveniente que el anuncio sea hecho conjuntamente por el banco central y por el gobierno, para comprometer indirectamente al gobierno a ayudar con su política fiscal al banco central para lograr su meta de inflación.

- El banco central debe ser capaz de conducir la política monetaria con plena independencia en cuanto a la elección de los instrumentos de política monetaria que van aplicar.
- El público debe estar informado acerca de la estructura de la política monetaria y de la conducción de ésta. El éxito del sistema de Metas explícitas de inflación depende en parte de la aceptación de los agentes económicos privados de la meta anunciada oficialmente.
- El gobierno debe financiarse principalmente en los mercados financieros internos, cuyo desarrollo es indispensable para superar la falla de no poder emitir deuda en su propia moneda y para lograr la estabilidad cambiaria y financiera, los mercados financieros internos serán capaces de absorber la colocación de instrumentos de deuda pública. El endeudamiento directo del sector público debe ser bajo o nulo. Por esto antes de una adopción de metas de inflación explícitas se requiere aplicar un programa de consolidación fiscal para tener finanzas públicas sanas y sólidas, esto es, déficit fiscales bajos o inexistentes. De otro modo existe el riesgo de que el banco central se convierta en comprador residual de bonos gubernamentales.
- La política monetaria y la política fiscal deben coordinarse, pues pueden surgir conflictos entre el manejo de la deuda, que atiende la relación costo-riesgo, y la política monetaria que se preocupa por alcanzar la meta inflacionaria. *El manejo de la deuda pública debe apoyar la meta de inflación; las autoridades fiscales deben de estar sensatos de que un alto nivel de deuda implica grandes obligaciones por concepto de su servicio, lo que atenta contra la estabilidad monetaria.*⁴⁷

⁴⁷ Ibid, p. 248.

- El sistema financiero debe ser suficientemente desarrollado y estable para que el banco central no sea distraído de su objetivo principal por debilidades en ese sector, antes de adoptar un sistema de metas explícitas de inflación se necesita fortalecer la solidez del sistema financiero, lo que incluye el rescate o cierre de instituciones financieras insolventes.
- Las políticas para influir en el tipo de cambio deben tener como único propósito mitigar los efectos sobre la inflación. Mantener la estabilidad financiera y limitar el efecto de conmociones cambiarias sobre la inflación, es distinto de perseguir el objetivo de mantener la paridad cambiaria. La política monetaria bajo el régimen de metas de inflación no está orientada a mantener un valor externo estable de la moneda.
- Determinar el índice de precios más apropiado para definir la meta inflacionaria, con la experiencia internacional, el índice que mejor cumple de mejor manera es el índice de precios al consumidor.
- La autoridad monetaria debe conocer o estimar el tiempo que toma a “los determinantes de la inflación” actuar sobre la tasa de inflación, así como la relativa efectividad de los diferentes instrumentos de política monetaria.
- Al adoptar un sistema de metas explícitas de inflación la tasa de inflación debe estar ya en niveles de un solo dígito.

En México se practica un esquema de metas explícitas de inflación y pasó de un sistema de desliz constante a uno de flotación cambiaria independientemente. Previamente hubo un proceso de desregulación financiera y de fortalecimiento de la solidez del sistema financiero, aunque a costa de su extranjerización, con la modificación de la Ley del Banco de México en 1993 entre otras cosas se le otorgó carácter autónomo a la institución algo que es indispensable para la aplicación de este esquema monetario de metas inflacionarias.

En México la aplicación del esquema de metas de inflación ha estado aunada a un proceso de liberalización y sobre todo a la caída en el ritmo de actividad económica. A raíz de la crisis de 1994-1995 se aplicó un programa de estabilización para limitar la creación excesiva de crédito interno, y con ello la inflación que se redujo de 52% en 1995 a menos de 9% en 2000, habiendo logrado bajar la inflación a un solo dígito, en el Programa Monetario del Banco de México para 2001 se anunció oficialmente la adopción del esquema de objetivos de inflación.

El propósito fundamental de la política monetaria es maximizar el bienestar social al obtener un crecimiento alto y estable en el largo plazo. En nuestro país lo que se ha visto es que la política que se aplica ha conseguido el propósito de hacer bajar la inflación, pero sacrificando el crecimiento económico, pues para lograr la meta, el Banco de México impone una fuerte restricción monetaria que incrementa las tasas de interés y reduce el crédito interno, por otra parte hay una política de contracción salarial con los consecuentes efectos negativos sobre el nivel de vida de la población. Claro el bajo crecimiento no se puede atribuir en su totalidad al esquema de metas explícitas de inflación, hay más factores a considerar, como la gran incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial, y a la declinación de la economía estadounidense. Reflexionando, aun controlando la inflación se puede aplicar una política de estímulo al crecimiento del producto interno bruto y del empleo, ya que existe capacidad productiva desocupada y bastaría con incorporarla a la producción para aumentar el empleo y crear bienes y servicios; al haber más oferta se evitaría el crecimiento de precios o éste será moderado.

4.1 Regímenes de Política Monetaria

En los últimos años El Banco de México se ha impuesto como meta principal lograr la estabilidad de precios, para ello la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece como objetivo prioritario de esta institución procurar la estabilidad adquisitiva de la moneda. En consecuencia, El Banco de México ha actuado a través de los mercados de dinero bajo regímenes de política monetaria que incidan directamente sobre variables clave: demanda agregada, tasa de interés, etc., a fin de controlar el nivel de inflación.

4.2.1 Saldos Acumulados

En el periodo comprendido del 13 de septiembre de 1995 al 9 de abril de 2003 el Banco de México ejecutó su política monetaria a través del Régimen de Saldos Acumulados. Para que la política monetaria actúe en la economía, el banco central tiene que operar en el mercado de dinero al no poder controlar directamente el comportamiento de los precios de bienes y servicios. Para lograr sus objetivos tiene que actuar a través de los mercados de dinero y cambios, sin embargo su participación en el mercado de dinero

puede alterar temporalmente el comportamiento de las tasas de interés y, éstas, a su vez incidir sobre la demanda agregada y, a través de ella sobre el nivel general de precios.

Por su parte, los movimientos en las tasas de interés y las compraventas de divisas por un banco central también pueden modificar la oferta y demanda de divisas y, por tanto, el tipo de cambio. Este último, por su parte, es uno de los determinantes inmediatos del nivel general de precios y es una variable importante en la evolución de la oferta y demanda agregada de la economía.

En los documentos históricos del Banco de México, se tiene planteado en el régimen de saldos acumulados, que en el largo plazo, la inflación, está determinada, entre otros factores por el crecimiento de los agregados monetarios.

Por esta razón, para conducir su política monetaria el *Banco de México ha establecido metas cuantitativas para el crecimiento de la base monetaria y límites al incremento del crédito interno que sean adecuados a su objetivo de inflación.*

Como es posible observar en el cuadro 1 y gráfica 1, entre 1995 (año a partir del cual El Banco de México adopta como objetivo el control de la inflación) y 2009 la base monetaria elevó su monto nominal, pero en términos relativos tendió hacia un marcado descenso. Ahora bien, si consideramos el comportamiento decreciente de los agregados monetarios 1 y 2 (cuadro 2 y gráfica 2) y los saldos acumulados negativos de las cuentas corrientes de los bancos comerciales con el banco central queda de manifiesto: el control de los agregados monetarios es un hecho, por tanto cualquier aumento en la base monetaria provendrá del lado de las fuentes, particularmente del incremento de los activos internacionales netos (divisas), pues como veremos más adelante el instituto central mantiene una política crediticia restrictiva.

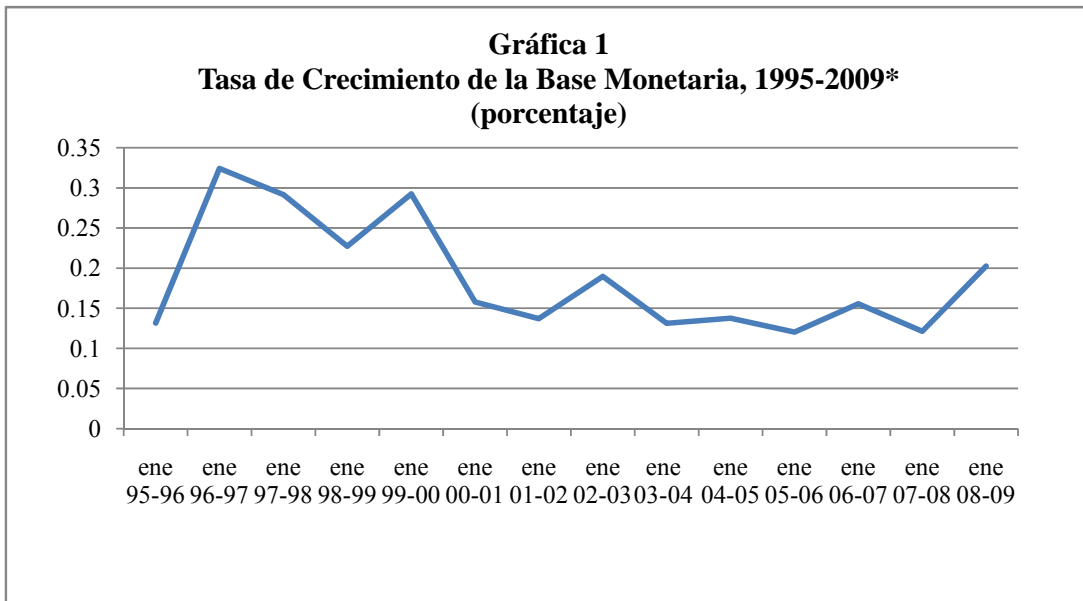
No obstante, en el corto plazo el nivel de los precios y el comportamiento de la base monetaria pueden verse afectados por fenómenos temporales y fuera del control de un banco central, tales como los aumentos salariales, los precios de las materias primas, fenómenos naturales o un mayor o menor ritmo de actividad económica. Esto obliga a que el Banco de México además de observar la evolución de la base monetaria y del crédito interno, también preste atención al comportamiento de otros indicadores económicos.

Entre los indicadores que el banco de México fija su atención es el tipo de cambio, en enero de 1995 se cotizaba aproximadamente en 5,50 pesos por dólar para pasar a casi el doble en abril de 2003 en 10,60 pesos por dólar, vemos que este debe de tener alguna influencia en la gran expansión de la base monetaria, en el cuadro 1, o en el cuadro 2, se

puede ver este fenómeno ya que la base monetaria en términos nominales se multiplicó 10 veces de enero de 1995 a enero del 2009.

Cuadro 1		
Base Monetaria, 1995-2009		
(miles de pesos)		
	Fecha*	Monto
	ene-95	51199701.00
	ene-96	57939380.00
	ene-97	76721284.00
	ene-98	99091026.00
	ene-99	121597697.00
	ene-00	157161287.00
	ene-01	181949192.00
	ene-02	206861996.00
	ene-03	246101980.00
	ene-04	278373115.00
	ene-05	316646595.00
	ene-06	354740855.00
	ene-07	409947749.00
	ene-08	459689002.00
	ene-09	552788838.00

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México
*Tomando en cuenta solo los meses de enero

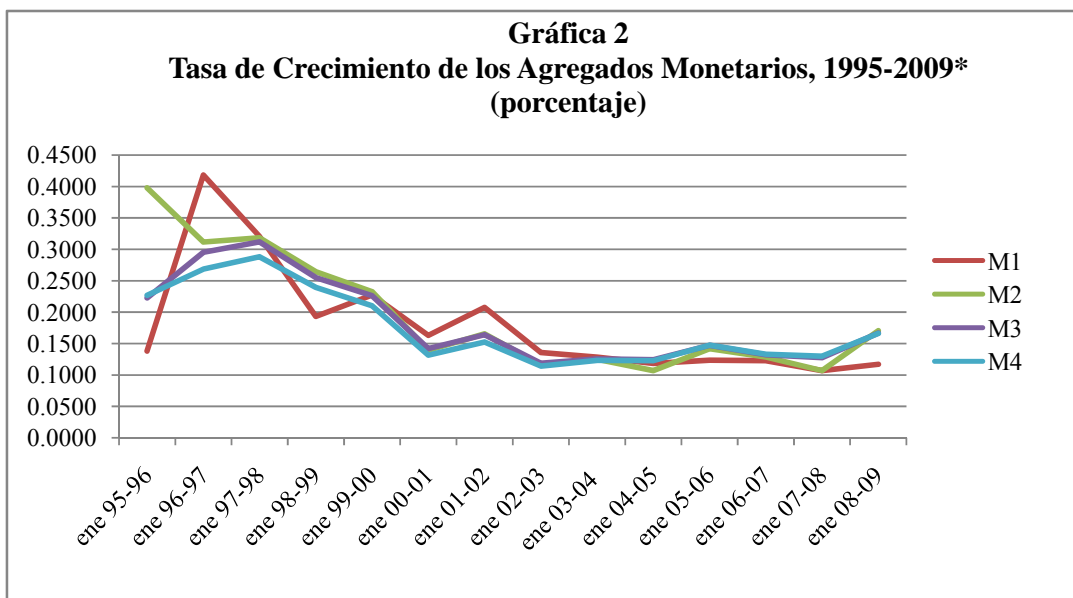


Fuente: elaboración propia con datos del cuadro 1

*Tomando en cuenta solo los meses de enero

Cuadro 2				
Agregados Monetarios, 1995-2009				
(miles de pesos)				
Fecha*	M1	M2	M3	M4
ene-95	144685439.00	548146776.50	651969660.50	718079841.50
ene-96	164646328.00	766230730.40	797087640.20	880791374.20
ene-97	233515995.19	1005035039.23	1032320918.23	1117169320.23
ene-98	308388142.95	1324953337.04	1354163599.34	1438903467.34
ene-99	367925605.00	1675309702.09	1699459424.09	1783331530.09
ene-00	451515995.00	2064815673.15	2083298845.15	2157816154.15
ene-01	525060432.00	2352381785.88	2378574347.99	2441839941.99
ene-02	633980759.00	2741456548.61	2768389947.00	2814285263.00
ene-03	719992882.00	3059778953.32	3096704962.30	3135375685.30
ene-04	812256167.51	3441998238.15	3485210840.67	3521806756.67
ene-05	908335160.89	3810679522.44	3917791823.88	3953600242.88
ene-06	102036615.93	4350667295.44	4493941919.97	4536430066.97
ene-07	1145655089.24	4909976471.23	5087226814.23	5139499044.23
ene-08	1268094654.14	5435450620.56	5735059926.69	5806787360.69
ene-09	1416439480.40	6362321959.66	6690014471.67	6771659018.67

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México
*Tomando en cuenta solo los meses de enero



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México

*Tomando en cuenta solo los meses de enero

Además, el banco central también contempla las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada, los resultados de las encuestas que se recaban sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia, además de la consideración de otros factores tales como las revisiones de los contratos colectivos de

trabajo, los precios al productor, los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos y el saldo de la balanza de capitales. Para poder alcanzar una estabilidad en el nivel de precios que es el objetivo principal del Banco de México, éste debe reaccionar en forma oportuna ante los cambios en las variables económicas antes mencionadas que pudieran traducirse en mayores tasas de inflación en el futuro no muy lejano. En los siguientes cuadros 3 y 4 presentamos los resultados de las cuentas corrientes y de capital de la balanza de pagos en el periodo 1995-2009, los cuales nos muestran que el déficit en cuenta corriente es más que compensado por el superávit de la cuenta de capital, situación que implica altos costos para el país: no impulso de la actividad económica con el consiguiente aumento del desempleo, y aumento de las tasas de interés, exigencia para atraer flujos de capital.

Cuadro 3
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, 1995-2009
Trimestralmente
(miles de dólares)

Fecha	Saldo	Fecha	Saldo	Fecha	Saldo
ene-mar 95	-1354637.00	ene-mar 00	-4978799.80	ene-mar 05	-2358692.70
abr-jun 95	356374.00	abr-jun 00	-3496505.50	abr-jun 05	-48895.70
jul-sep 95	-450438.00	jul-sep 00	-4022694.20	jul-sep 05	-504712.30
oct-dic 95	-127988.00	oct-dic 00	-6244694.20	oct-dic 05	-1959658.90
ene-mar 96	-163389.00	ene-mar 01	-4785163.70	ene-mar 06	-2048782.90
abr-jun 96	255174.00	abr-jun 01	-3575916.10	abr-jun 06	-267138.30
jul-sep 96	-864590.80	jul-sep 01	-3326700.00	jul-sep 06	-509811.80
oct-dic 96	-1734829.00	oct-dic 01	-6026286.70	oct-dic 06	-1950635.20
ene-mar 97	-219971.00	ene-mar 02	-3776516.00	ene-mar 07	-5220092.60
abr-jun 97	-1184015.00	abr-jun 02	-2861047.60	abr-jun 07	-1896195.60
jul-sep 97	-2590211.00	jul-sep 02	-3221400.30	jul-sep 07	-504148.10
oct-dic 97	-3671096.00	oct-dic 02	-4296350.80	oct-dic 07	-1052930.40
ene-mar 98	-3279630.00	ene-mar 03	-2114012.10	ene-mar 08	-2977817.30
abr-jun 98	-3392611.00	abr-jun 03	-1479124.40	abr-jun 08	-2082026.80
jul-sep 98	-4714110.50	jul-sep 03	-1457068.90	jul-sep 08	-4410417.50
oct-dic 98	-4606309.10	oct-dic 03	-2209274.90	oct-dic 08	-6752508.90
ene-mar 99	-3661081.70	ene-mar 04	-1212668.90	ene-mar 09	-1674275.90
abr-jun 99	-2873503.90	abr-jun 04	772503.40	abr-jun 09	-61869.50
jul-sep 99	-3162849.10	jul-sep 04	-808050.20	jul-sep 09	-3568498.20
oct-dic 99	-4297321.20	oct-dic 04	-3988582.00	oct-dic 09	-416099.80

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México

Cuadro 4
Cuenta de Capital de la Balanza de Pagos, 1995-2009
Trimestralmente
(miles de dólares)

Fecha	Saldo	Fecha	Saldo	Fecha	Saldo
ene-mar 95	3921215.00	ene-mar 00	8881532.20	ene-mar 05	3051916.50
abr-jun 95	2192483.00	abr-jun 00	2526138.80	abr-jun 05	704786.00
jul-sep 95	4568129.00	jul-sep 00	2884140.40	jul-sep 05	1331419.30
oct-dic 95	4649786.00	oct-dic 00	5556561.90	oct-dic 05	9723878.30
ene-mar 96	-609282.30	ene-mar 01	8921652.00	ene-mar 06	788932.80
abr-jun 96	1023076.40	abr-jun 01	4435241.30	abr-jun 06	788932.80
jul-sep 96	1098435.00	jul-sep 01	5636597.90	jul-sep 06	-14157159.3
oct-dic 96	2605550.20	oct-dic 01	9258645.10	oct-dic 06	1421941.80
ene-mar 97	2201191.80	ene-mar 02	4611855.40	ene-mar 07	6949318.20
abr-jun 97	1438617.00	abr-jun 02	4854750.90	abr-jun 07	2146810.40
jul-sep 97	6722487.10	jul-sep 02	5047267.60	jul-sep 07	3978878.40
oct-dic 97	6211830.60	oct-dic 02	8691281.70	oct-dic 07	8008852.20
ene-mar 98	5860356.80	ene-mar 03	7380097.60	ene-mar 08	9302288.70
abr-jun 98	1660851.50	abr-jun 03	4535693.30	abr-jun 08	1449567.50
jul-sep 98	2424000.10	jul-sep 03	-481819.10	jul-sep 08	2399414.00
oct-dic 98	9102923.30	oct-dic 03	8083701.60	oct-dic 08	12523914.20
ene-mar 99	-122902.50	ene-mar 04	5586835.60	ene-mar 09	-2572456.60
abr-jun 99	5119745.90	abr-jun 04	-246110.40	abr-jun 09	-2667106.00
jul-sep 99	4974932.30	jul-sep 04	-246110.40	jul-sep 09	6724755.00
oct-dic 99	4602803.80	oct-dic 04	10703175.60	oct-dic 09	15600622.90

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México

Dada la necesidad de reaccionar con oportunidad ante modificaciones en los indicadores económicos citados y anticiparse así a posibles aumentos de la inflación en ocasiones conduce a que existan rezagos 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 y el tipo de cambio, agregados monetarios, tienen lugar a través del envío de señales al mercado de dinero.*

Para poder explicar cómo funciona el régimen de saldos acumulados hay que retomar la definición de base monetaria presentada en el capítulo 1. Esta se compone de los billetes y monedas en circulación y por el saldo neto total de las cuentas corrientes que las instituciones de crédito mantienen en el Banco Central.

Los actores de la economía que son, el público, las empresas y los bancos, necesitan efectivo para realizar muchas de sus transacciones. Pero a su vez, estos enfrentan un costo de oportunidad por mantener moneda, ya que es posible obtener mayores

beneficios en cuanto a rendimiento y seguridad conservando la riqueza en otros activos. La cantidad de billetes y monedas que demandan los actores económicos depende de varios factores: del número de transacciones que planean llevar a cabo en un día determinado, del precio de los artículos o servicios a adquirir y de las facilidades que existan para obtener billetes suficientes en el momento en que éstos van a ser utilizados. Por esta última razón, la demanda de billetes y monedas presenta un comportamiento estacional muy marcado. Esta demanda aumenta en los días previos a los fines de semana, cuando el público retira billetes de los bancos para hacer frente a sus necesidades de efectivo durante los días en que los bancos permanecen cerrados, y disminuye los lunes y martes cuando los comercios depositan en las instituciones de crédito el efectivo obtenido mediante la venta de sus productos o servicios durante esos días. Así mismo, la demanda de billetes se incrementa en los períodos de vacaciones generales, en especial durante la semana santa y, de manera importante, durante el último mes del año cuando se concentran algunos pagos y el público realiza mayores gastos.

Las instituciones bancarias pueden obtener o depositar billetes en el Banco de México, así cuando el público retira billetes de un banco y éste no dispone de suficiente moneda puede obtener el efectivo del Banco Central, el cual en compensación efectúa un cargo en la cuenta que le lleva a esa institución de crédito. De igual manera, cuando el público deposita efectivo en un banco, éste lo puede depositar a su vez en el Banco de México, quien hará un abono en la cuenta corriente de dicho banco. Así, los aumentos o disminuciones en la demanda de billetes y monedas (retiros o depósitos de billetes y monedas) se reflejan en cambios en los saldos de las cuentas de las instituciones de crédito en el Banco Central.

El Banco de México satisface diariamente las fluctuaciones en la demanda de billetes del público. Para hacer esto, tiene que “crear” o “destruir” base monetaria, según sea el caso. El Banco de México crea base monetaria (dinero primario), cuando compra divisas o valores a la banca o le otorga crédito. El importe de las operaciones respectivas es abonado en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco Central. Por su parte, la base monetaria es destruida por operaciones inversas a las antes mencionadas, es decir, cuando el importe de las operaciones de venta de divisas y valores o la constitución de depósitos a plazo a favor de la banca en el banco central se carga en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el banco central.

Todos los cambios en la demanda y oferta de base monetaria se reflejan necesariamente en variaciones en los saldos de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México. Así, cuando la demanda por billetes y monedas es mayor a la oferta de dinero primario, el saldo neto de las cuentas de la banca disminuye. Por el contrario, cuando la oferta de base monetaria es mayor a la demanda de billetes y monedas, el saldo neto de dichas cuentas aumenta. Las instituciones de crédito pueden presionar en uno u otro sentido a las tasas de interés cuando en el mercado interbancario intenta cubrir los faltantes en sus cuentas o prestar los saldos excedentes no deseados. 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. La intervención del Banco Central en el mercado de dinero se realiza todos los días hábiles a partir de las 12:00 horas. El Banco de México tiene conocimiento previo de todas las operaciones que afectan los saldos de las cuentas de la banca, con excepción de los retiros y depósitos de billetes y monedas que realizan las instituciones de crédito.

Esto último se debe a que el Banco Central abona las cuentas de la banca el mismo día en que éstas, sin previo aviso, depositan en el Banco de México los billetes que captan del público, o bien carga dichas cuentas cuando las instituciones efectúan retiros de billetes. Por lo anterior, el Banco de México está obligado a pronosticar todos los días el cambio que tendrá lugar en la demanda por billetes y monedas, para así poder compensarlo a través de su intervención en el mercado de dinero. La intervención del Banco de México en el mercado de dinero se realiza a través de reportos, subastas de crédito o de depósito y compra o venta de títulos gubernamentales.⁴⁸ En todas estas operaciones, el Banco de México fija la cantidad y el mercado determina libremente las tasas de interés.

Diariamente a las 18:30 horas, después de haber sido cargados o abonados en las cuentas de la banca los resultados de las cámaras de compensación de documentos, de títulos y electrónica, el Banco de México abre su sistema durante una hora con el propósito de que los bancos intercambien fondos. A la apertura de este mercado,

⁴⁸ **Reporto** es un contrato por medio del cual el participante con recursos disponibles para invertir adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito y se obliga a transferir al tenedor de los títulos la propiedad de estos en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio más un premio.

Subastas de liquidez se entenderán las que el Banco de México realice para dotar de liquidez a los participantes, en las que las asignaciones respectivas podrán formalizarse mediante crédito garantizado o reporto.

Subastas de depósito se entenderán a las que el Banco de México realice para recibir depósitos a plazo.

Subastas de Crédito son aquéllas que El Banco de México realice para otorgar créditos en a las instituciones de crédito

ocasionalmente el Banco de México subasta créditos o depósitos a fin de compensar las diferencias entre la demanda de billetes y monedas estimada y observada.

El régimen de saldos acumulados establece períodos de cómputo de 28 días naturales, en los que cada banco debe tratar que la suma de los saldos diarios de su cuenta corriente en el Instituto Central resulte cero al finalizar el periodo. Esta conveniencia deriva de dos consideraciones: por un lado, de resultar negativa dicha suma, el banco en cuestión deberá pagar una tasa elevada 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 Acumulados (SA) está diseñado para inducir a las instituciones de crédito a no mantener en promedio saldos positivos ni incurrir 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. Por esta última razón, durante el periodo de cómputo el Banco de México no remunera los saldos positivos ni cobra interés alguno por los sobregiros que se registren al cierre del día cuando éstos se encuentren dentro de ciertos límites, a los cuales se hace referencia más adelante.

Asimismo, al cierre del periodo se cobra por los saldos acumulados negativos una tasa de interés equivalente a dos veces una tasa representativa de las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero, que es la tasa de Cetes a 28 días, con la finalidad de que sean parecidos los costos en que incurran los bancos cuya cuenta registre un saldo acumulado positivo al final del periodo de cómputo y los que deban pagar por no haber compensado sus sobregiros. Los costos son similares ya que las instituciones con saldos acumulados 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 acumulados 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.

Como se mencionó antes el Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero, entonces, el Banco Central fija el monto a subastar, de manera que la suma de los saldos acumulados de las cuentas corrientes de toda la banca (saldo acumulado de saldos diarios totales) inicie la siguiente jornada en una cantidad determinada de antemano. Con el objeto de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México da a conocer la cantidad a la que pretende llevar el «saldo

acumulado de saldos diarios totales» saldos acumulados de las cuentas corrientes de la banca a la apertura del siguiente día hábil. De esta manera, por ejemplo, un objetivo de SA igual a cero sería indicativo de la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, la demanda de billetes y, por lo tanto, proporcionar los recursos necesarios para que ningún banco se vea obligado a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

Un objetivo de SA negativo señalaría la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca los recursos suficientes a tasas de interés de mercado, obligando así a una o varias instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, abstrayéndose de otras influencias, puede provocar un alza en las tasas de interés, ya que las instituciones tratarán de evitar pagar la elevada tasa del sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero.

Se deduce que el Banco de México siempre proporciona el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando adopta un objetivo de saldo acumulado 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.

Al anunciar un objetivo de SA negativo, el Banco Central ejerce cierta influencia al alza sobre las tasas de interés. El efecto inverso, o sea una influencia a la baja sobre las tasas de interés, se induce cuando el objetivo es positivo. Estos efectos se producen por las señales que se envían al mercado, pues las cantidades que el Banco Central proporciona al mercado a través de sobregiros son mínimas en relación con el monto total del crédito que otorga a la banca a tasas de interés de mercado. De hecho, parece ejercer más influencia sobre las tasas de interés la modificación del objetivo del SA, que la existencia misma de un saldo acumulado negativo o positivo.

Este saldo se divide entre el periodo de los 28 días por ejemplo el saldo de 28 de marzo de 2003 que fue el último bajo este régimen se divide entre 28 días y te da un resultado de 25 millones de pesos por día.

De esta manera, por ejemplo, un objetivo de SA igual a cero subraya la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, la demanda de billetes y, por tanto, de proporcionar los recursos necesarios para que ningún banco se vea obligado a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo. Esto sería indicativo de una política monetaria neutral.

Un objetivo de SA negativo, “un corto”, señalaría la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca los recursos suficientes a tasas de interés de mercado, obligando así a una o varias instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, puede provocar un **alza en las tasas de interés ya que el Banco central restringe el acceso a la liquidez mediante un objetivo de saldo acumulado corto**, ya que las instituciones tratarán de evitar pagar la elevada tasa aplicable al sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero. Esta circunstancia le estaría enviando la señal al mercado de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria que desalienta a la actividad económica como ocurrió a lo largo del periodo 1995-2003 y es posible constatar con los datos presentados en el cuadro 5.

<p align="center">Cuadro 5 Saldos de las Cuentas Corrientes de la Banca Comercial en el Banco de México, 1995-2003* (millones de pesos)</p>					
Fecha	Saldo	Fecha	Saldo	Fecha	Saldo
13/09/1995	25.00	28/12/1995	0.00	18/01/2000	-180.00
25/09/1995	20.00	23/01/1996	-5.00	16/05/2000	-200.00
30/10/1995	25.00	25/01/1996	-20.00	26/06/2000	-230.00
09/11/1995	-200.00	07/06/1996	-30.00	31/07/2000	-280.00
13/11/1995	-200.00	21/06/1996	-40.00	17/10/2000	-310.00
14/11/1995	200.00	05/08/1996	-30.00	10/11/2000	-350.00
15/11/1995	75.00	16/08/1996	0.00	12/01/2001	-400.00
16/11/1995	65.00	14/10/1996	-20.00	18/05/2001	-350.00
17/11/1995	55.00	26/11/1996	0.00	31/07/2001	-300.00
21/11/1995	25.00	11/03/1998	-20.00	08/02/2002	-360.00
23/11/1995	15.00	25/06/1998	-30.00	12/04/2002	-300.00
04/12/1995	0.00	10/08/1998	-50.00	23/09/2002	-400.00
08/12/1995	-5.00	17/08/1998	-70.00	06/12/2002	-475.00
13/12/1995	0.00	10/09/1998	-100.00	10/01/2003	-550.00
14/12/1995	50.00	30/11/1998	-130.00	07/02/2003	-625.00
20/12/1995	25.00	13/01/1999	-160.00	28/03/2003	-700.00

Fuente: Elaboración propia con datos de El Banco de México
*Se omite el año 1997 debido a que el Banco Central operó todo el año con un objetivo de cero para todos los días

De esta explicación se infiere que los propósitos del Banco de México por: a) siempre proporcionar el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando adopta un objetivo de saldo acumulado negativo, en ocasiones es otorgado a una tasa de castigo para el sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos, y b) tratar de «impedir que las fluctuaciones en los saldos de las cuentas

corrientes de los bancos se traduzcan en presiones al alza sobre las tasas de interés» en el último día del periodo de medición o en los días previos a éste estableciendo límites al monto del saldo positivo diario que computa para el cálculo del saldo acumulado de cada institución es una falacia.

También se fijan límites al sobregiro diario que pueda ser compensado. Estos límites se establecen con el propósito de evitar que los bancos incurran en sobregiros excesivos al inicio del periodo de medición, a fin de presionar a la baja las tasas de interés. Así, cuando un sobregiro diario es mayor a su límite, el exceso ya no puede ser compensado y el banco en cuestión debe pagar dos veces la tasa de interés de mercado por el monto del excedente. Sin embargo, dicho monto excedente no es computable para el cálculo del saldo acumulado de ese banco y por lo tanto no tiene que ser compensado con saldos positivos. Ambos límites, tanto los fijados para los saldos positivos como para los negativos, se determinan caso por caso, en función del pasivo y del capital de cada institución.

4.2.2 Saldos Diarios

Este régimen estuvo vigente del 10 de abril de 2003 al 20 de enero del 2008, también **se le conoce como corto**, en este régimen las instituciones de crédito mantienen una cuenta corriente (cuenta única) en el Banco de México, el cual 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 (SD) se diseñó para que el Banco de México brinde 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 al 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 establece 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.

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, abstrayéndose 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 más 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, y de acuerdo a los datos mostrados en el cuadro 6 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. La intervención en el mercado de dinero, así como el mercado de nivelación se comporta igual a lo antes explicado en el régimen de saldos acumulados.

Cuadro 6					
Nivel para los Saldos de las Cuentas Corrientes de la Banca Comercial en el Banco de México, 2003-2008*					
(millones de pesos)					
Fecha	Saldo	Fecha	Saldo	Fecha	Saldo
30/04/2003	-26.00	31/12/2004	-221.00	31/08/2006	-79.00
30/05/2003	-25.00	31/01/2005	-75.00	29/09/2006	-79.00
30/06/2003	-26.00	28/02/2005	-78.00	31/10/2006	-79.00
31/07/2003	-26.00	31/03/2005	-80.00	30/11/2006	-79.00
29/08/2003	-26.00	29/04/2005	-80.00	29/12/2006	-80.00
30/09/2003	-26.00	31/05/2005	-80.00	31/01/2007	-79.00
31/10/2003	-26.00	30/06/2005	-79.00	28/02/2007	58.00
28/11/2003	-793.00	29/07/2005	-79.00	30/03/2007	-80.00
31/12/2003	-25.00	31/08/2005	-79.00	30/04/2007	-80.00
30/01/2004	-25.00	30/09/2005	-80.00	31/05/2007	-79.00
27/02/2004	-30.00	31/10/2005	-80.00	29/06/2007	-80.00
31/03/2004	-33.00	30/11/2005	-80.00	31/07/2007	-80.00
30/04/2004	-37.00	30/12/2005	-80.00	31/08/2007	-80.00
31/05/2004	-38.00	31/01/2006	-80.00	28/09/2007	-80.00
30/06/2004	-38.00	28/02/2006	-80.00	31/10/2007	-80.00
30/07/2004	-41.00	31/03/2006	-79.00	30/11/2007	-79.00
31/08/2004	-45.00	28/04/2006	-80.00	31/12/2007	-80.00
30/09/2004	-52.00	31/05/2006	-80.00	18/01/2008	-79.00
29/10/2004	-57.00	30/06/2006	-80.00		
30/11/2004	-63.00	31/07/2006	-80.00		

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México
*Tomando en cuenta el último saldo de cada mes

4.2.3 Régimen de Tasa de Interés Interbancaria

Este régimen entró en vigor a partir del 21 de enero del 2008, el Banco de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria a un día «tasa de fondeo bancario» en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca mantiene en el propio Banco, **objetivo conocido como el corto**. Es muy importante destacar que estos cambios no tienen ninguna implicación sobre la postura de política monetaria del Banco de México. La cual continúa con su meta de contener la inflación. La tasa diaria de fondeo bancario, es el promedio al que las instituciones bancarias se prestan recursos entre sí a plazo de un día, de tal manera que su nivel determina qué tan relajadas o restrictivas son las condiciones monetarias, es decir, es la principal tasa de referencia en el mercado de dinero.

A través del anuncio del nivel objetivo para dicha tasa el instituto central manda las señales de política monetaria. Asegurando su control, el Banco de México se asegura de que sus intenciones realmente se reflejen en las condiciones de liquidez del mercado. Cuando decide aumentar el nivel objetivo para la tasa de fondeo, el banco central restringe las condiciones monetarias y señala su intención de reducir el ritmo de crecimiento en los precios, es decir la inflación. Si después de una reunión de política monetaria el anuncio es de una baja en el objetivo, es señal de un relajamiento de las condiciones monetarias y de su intención de incentivar a la actividad económica.

La tasa de interés, que es propiamente el precio del dinero y como todo precio depende de la relativa abundancia o escasez del activo en cuestión. A mayor abundancia de dinero más bajo será el precio (tasa de interés) y viceversa. Puesto que el banco central tiene el monopolio de emisión primaria de dinero (tiene el control sobre la cantidad disponible del activo), a través de su intervención en el mercado puede influir sobre su precio, es decir, sobre la tasa de interés. En otras palabras la institución emisora puede controlar el nivel de tasas de interés inyectando o retirando dinero del sistema financiero a través de cargos y abonos a las cuentas corrientes que cada banco mantiene con el Banco de México.

Por medio de operaciones que absorben liquidez, como venta de bonos, depósitos obligatorios y depósitos voluntarios a largo plazo o plazo indefinido, el instituto central se asegura de que la banca tenga que recurrir a él diariamente para cubrir sus necesidades de liquidez a través de créditos. Así, respecto al plazo de vencimiento, mantiene una posición acreedora neta de corto plazo, es decir sus activos (préstamos a la banca) tienen un plazo de vencimiento menor al de sus pasivos (bonos y depósitos), aunque contablemente su balance siempre está equilibrado.

Esta posición acreedora, junto con el monopolio de emisión de dinero, le permiten fijar la tasa de interés a la que otorga esos préstamos de liquidez, la cual es una guía para el resto de los tipos de interés, como queda demostrado en el cuadro 7.

Para llevar a cabo el cambio hacia un objetivo operacional de tasas de interés se implementarán las adecuaciones siguientes a partir del 21 de enero de 2008.

- Se eliminará el objetivo operacional sobre el saldo diario (“corto”) de las cuentas corrientes de los bancos con el Banco de México y se sustituirá por una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día.
- Las operaciones de mercado abierto tendrán como objetivo llevar a cero el saldo agregado de las cuentas corrientes de los bancos al final del día. El Banco de

México continuará inyectando o retirando toda la liquidez faltante o sobrante del sistema a través de estas operaciones.

- Las tasas a las que se remuneran excedentes en las cuentas corrientes o se cobran los sobregiros seguirán siendo de cero y de dos veces la tasa de fondeo bancario a plazo de un día, respectivamente.

Cuadro 7					
Tasa Objetivo de Fondeo y Tasa Diaria de Fondeo Bancario 2008-2010					
(porcentaje)					
Fecha	Tasa Objetivo	Tasa Diaria de Fondeo	Fecha	Tasa Objetivo	Tasa Diaria de Fondeo
31/01/2008	7.50	7.52	30/06/2009	4.75	4.86
29/02/2008	7.50	7.51	31/07/2009	4.50	4.58
31/03/2008	7.50	7.52	31/08/2009	4.50	4.55
30/04/2008	7.50	7.52	30/09/2009	4.50	4.66
30/05/2008	7.50	7.52	31/10/2009	4.50	N/E
30/06/2008	7.75	7.78	30/11/2009	4.50	4.60
31/07/2008	8.00	8.05	31/12/2009	4.50	4.68
29/08/2008	8.25	8.28	31/01/2010	4.50	N/E
30/09/2008	8.25	8.27	28/02/2010	4.50	N/E
31/10/2008	8.25	8.12	31/03/2010	4.50	4.61
30/11/2008	8.25	N/E	30/04/2010	4.50	4.66
31/12/2008	8.25	8.34	31/05/2010	4.50	4.61
31/01/2009	7.75	N/E	30/06/2010	4.50	4.63
28/02/2009	7.50	N/E	31/07/2010	4.50	N/E
31/03/2009	6.75	6.79	31/08/2010	4.50	4.60
30/04/2009	6.00	6.03	30/09/2010	4.50	N/E
31/05/2009	5.25	N/E			

Fuente: elaboración propia con datos de El Banco de México
*Tomando en cuenta la última tasa de cada mes

4.2 Relación de los distintos agregados monetarios con la inflación

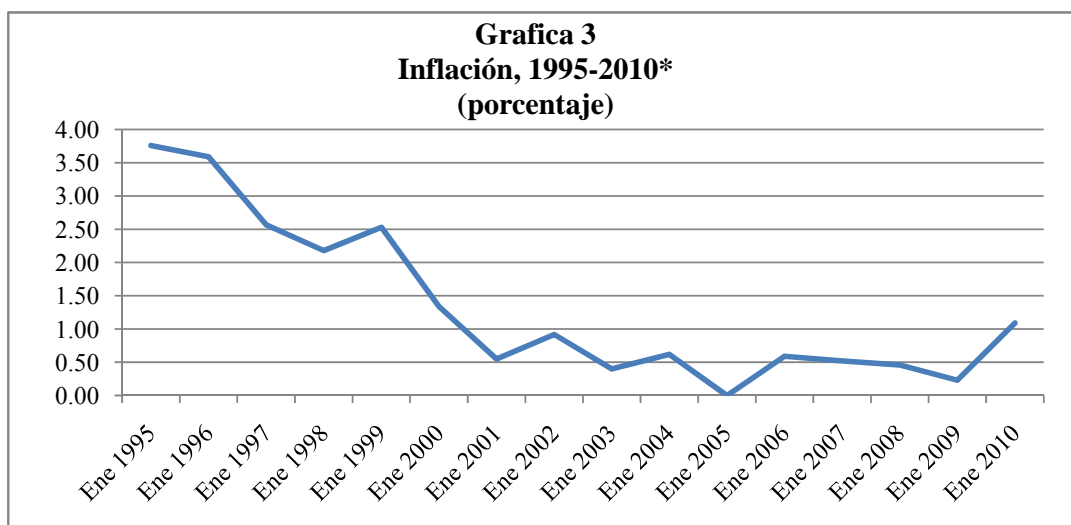
El objetivo de este modelo econométrico es evaluar el contenido informativo de los agregados para la predicción de la inflación, y dada la baja utilidad de los agregados monetarios como indicadores adelantados de la inflación, justificar el porqué la autoridad monetaria de nuestro país el Banco de México ha dejado incluirlos en sus herramientas de política monetaria.

Vamos a suponer que los movimientos de los agregados monetarios son resultado de las decisiones del banco central. En este enfoque, el dinero ayuda a explicar y a predecir

otras variables de importancia (precios, producto y tasa de interés). Para la inflación se utiliza el enfoque sugerido por el modelo P^* , los resultados indican que las funciones de los agregados monetarios tienen un poder predictivo apenas modesto para la inflación. Las series utilizadas tienen una periodicidad anual solo considerando los meses de enero, comienzan en 1995 y terminan en 2010. Los datos de los agregados monetarios, billetes y monedas en circulación, inflación y de la tasa de interés de los CETES a 28 días provienen de los indicadores económicos del Banco de México. La variable de escala utilizada es el índice de la producción industrial generado por el INEGI. Para la inflación se estimaron modelos basados en una versión simple del modelo P^* de Hallan, Porter y Small (1991). En este modelo se define un nivel de precios de equilibrio a partir de la ecuación cuantitativa del dinero. La especificación es la que sigue:

$$P_t^* = \frac{M_t V_t^*}{Y_t^*}$$

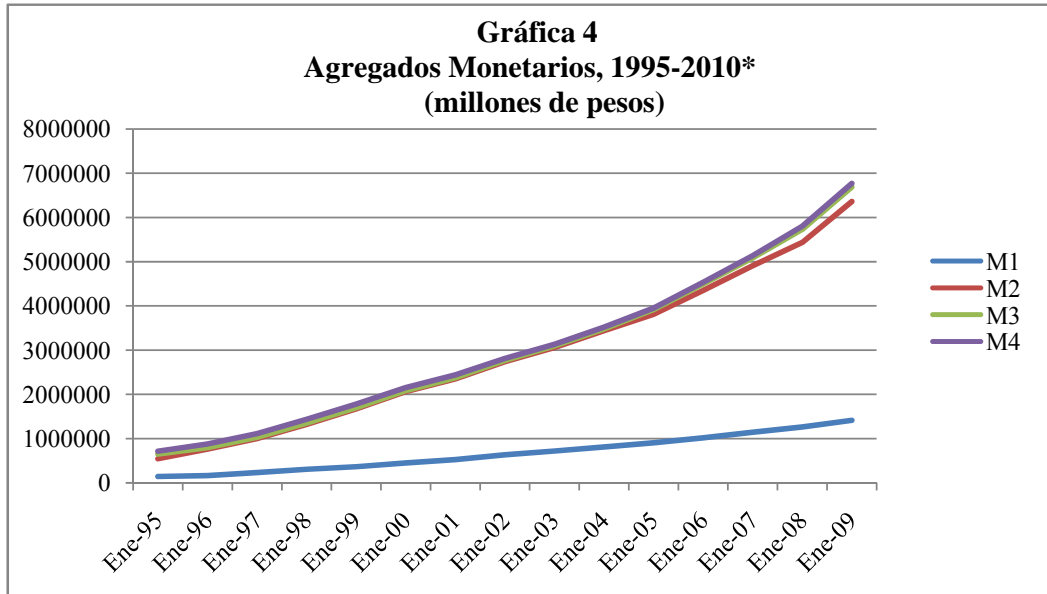
Los asteriscos indican los valores de equilibrio del nivel de precios, de la velocidad y del producto. Nótese que en esta formulación, implícitamente se interpreta a $t M$ como una variable de oferta que determina al nivel de equilibrio de los precios interactuando con la velocidad de equilibrio y el producto potencial. El modelo con las series utilizadas antes escritas para poder predecir la inflación queda de la siguiente manera. Podemos ver que la inflación ha tenido una tendencia negativa al descender de casi el 4% para enero de 1995 a 1% en enero del 2010, en la gráfica 3.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México

*Tomando en cuenta solo los meses de enero

Vemos que el comportamiento que los agregados han tenido un comportamiento creciente excepto el agregado monetario M1, en la gráfica 4.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México

*Tomando en cuenta solo los meses de enero

4.3.1 Modelo Econométrico

Ahora veremos el comportamiento de los agregados monetarios como indicadores adelantados de la inflación.

Modelo econométrico: $INFLACION = -\beta_1 BYM + \beta_2 CETES + \beta_3 M1 - \beta_4 M2 - \beta_5 M3 + \beta_6 M4 - \beta_7 MIPRODUCCION + \mu$

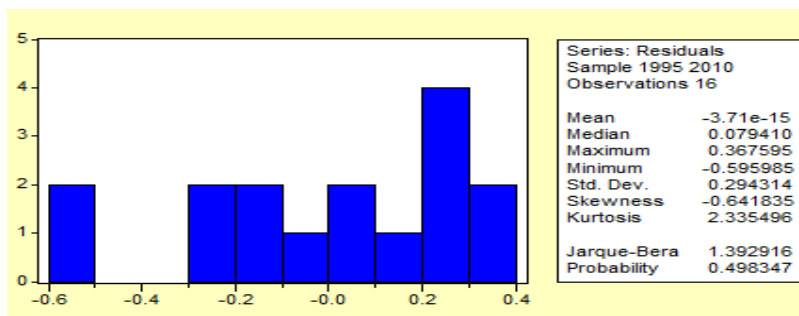
Modelo estimado: $INFLACION = 3.551861685 - 5.443665095e-009 * BYM + 0.05114297729 * CETES + 1.705753667e-008 * M1 - 4.61962272e-009 * M2 - 2.059077842e-008 * M3 + 2.17436301e-008 * M4 - 0.04614262829 * IPRODUCCION$

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/07/10 Time: 10:22
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.551862	2.312653	1.535838	0.1631
BYM	-5.44E-09	2.21E-08	-0.245835	0.8120
CETES	0.051143	0.025076	2.039532	0.0757
M1	1.71E-08	1.07E-08	1.594987	0.1494
M2	-4.62E-09	3.66E-09	-1.261725	0.2426
M3	-2.06E-08	1.69E-08	-1.219958	0.2572
M4	2.17E-08	1.35E-08	1.608814	0.1463
IPRODUCCION	-0.046143	0.032252	-1.430695	0.1904
R-squared	0.940548	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.888528	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.403007	Akaike info criterion	1.327125	
Sum squared resid	1.299315	Schwarz criterion	1.713420	
Log likelihood	-2.617004	F-statistic	18.08046	
Durbin-Watson stat	3.106765	Prob(F-statistic)	0.000260	

Vamos analizar el modelo para ver si cumple con los supuestos:

Normalidad:



Ho: Normalidad en los residuales

RD: Si $JB < 5.99$ se acepta la Ho.

$JB = 1.3929$ Por tanto: Hay normalidad en los residuales.

Autocorrelación, es uno de los supuestos en el modelo de regresión, consiste en que los errores correspondientes a observaciones distintas son independientes; es decir, no están correlacionados. Aplicaremos la prueba BREUSCH-GODFREY.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	3.435952	Probability	0.101280
Obs*R-squared	8.541896	Probability	0.013969

Ho: No autocorrelación

RD: Si $F\text{-prob} > 0.05$ se acepta Ho.

$0.1012 > 0.05$ Por tanto: No hay *autocorrelación*

Como la probabilidad del F-statistic es mayor a 0.05 no hay *autocorrelación*.

Heterocedasticidad, Cuando la varianza de los errores no es constante a lo largo de las observaciones se dice que existe *Heterocedasticidad*.

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.492530	Probability	0.573236
Obs*R-squared	15.26925	Probability	0.360000

Ho: Hay *homoscedasticidad*

RD: Si $F\text{-prob} > 0.05$ se acepta Ho.

Como la probabilidad es mayor a .05 aceptamos la Hipótesis nula, es decir no hay *heterocedasticidad*.

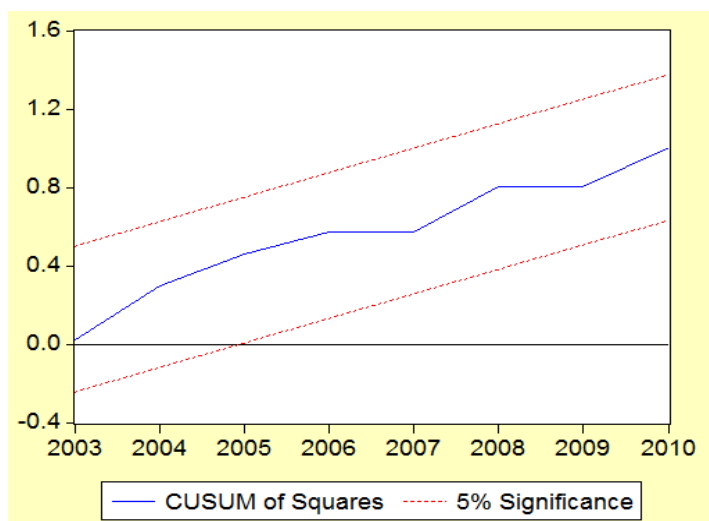
Forma funcional

Ramsey RESET Test:

F-statistic	2.887254	Probability	0.133085
Log likelihood ratio	5.525380	Probability	0.018743

Los resultados permiten aceptar la hipótesis nula a un nivel de confianza del 95%, ya que el valor de la probabilidad del estadístico F es 0.133085, que es mayor a 0.05. Así la forma funcional es correcta.

Permanencia estructural, Estadístico CUSUM Q



El modelo no muestra inestabilidad ya que el estadístico no se sale de las bandas.

Prueba de *Multicolinealidad*

La *multicolinealidad* es en esencia un problema de deficiencia de datos y no hay elección respecto a los datos que se tienen disponibles para el análisis. Si el único propósito del análisis de regresión es el pronóstico o la predicción, entonces la *multicolinealidad* no es un problema grave, puesto que entre más alta sea la R^2 , es mejor la predicción.

Correlation Matrix								
	BYM	CETES	INFLACION	M4	M3	M2	M1	IPRODUCC...
BYM	1.000000	-0.769535	-0.712802	0.999000	0.998920	0.997592	0.996769	0.821095
CETES	-0.769535	1.000000	0.907010	-0.777970	-0.781443	-0.795080	-0.803883	-0.825182
INFLACION	-0.712802	0.907010	1.000000	-0.728644	-0.732699	-0.750337	-0.752788	-0.864003
M4	0.999000	-0.777970	-0.728644	1.000000	0.999960	0.999322	0.997916	0.837986
M3	0.998920	-0.781443	-0.732699	0.999960	1.000000	0.999544	0.998392	0.840061
M2	0.997592	-0.795080	-0.750337	0.999322	0.999544	1.000000	0.998933	0.850386
M1	0.996769	-0.803883	-0.752788	0.997916	0.998392	0.998933	1.000000	0.854989
IPRODUCC...	0.821095	-0.825182	-0.864003	0.837986	0.840061	0.850386	0.854989	1.000000

Como se puede ver varios de estos pares correlacionados son muy altos, lo cual sugiere que quizá haya un severo problema de *colinealidad*. Por supuesto, debe recordarse la advertencia hecha antes, en el sentido de que las parejas correlacionadas tal vez sean una condición, pero no necesaria, para la existencia de la *multicolinealidad*.

Se van a efectuar regresiones auxiliares, puesto que los valores R^2 de las regresiones auxiliares son menores sobre la regresión inicial, no existe un problema de *multicolinealidad*. Se aplica la regla práctica de Klein, se observa que los valores de R^2 son menores que el de la regresión inicial, por lo cual no existe *colinealidad*.

Ho: *No multicolinealidad*

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/08/10 Time: 17:11
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.807779	2.270879	2.117144	0.0558
CETES	0.069808	0.020076	3.477260	0.0046
IPRODUCCION	-0.048763	0.022248	-2.191816	0.0488
BYM	1.21E-09	1.30E-09	0.936787	0.3673
R-squared	0.873749	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.842186	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.479515	Akaike info criterion	1.580236	
Sum squared resid	2.759218	Schwarz criterion	1.773383	
Log likelihood	-8.641884	F-statistic	27.68288	
Durbin-Watson stat	2.506736	Prob(F-statistic)	0.000011	

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/08/10 Time: 17:09
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.786319	2.323909	2.059598	0.0618
CETES	0.069559	0.020462	3.399432	0.0053
IPRODUCCION	-0.048558	0.023363	-2.078436	0.0598
M2	1.02E-10	1.28E-10	0.795970	0.4415
R-squared	0.871310	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.839138	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.484124	Akaike info criterion	1.599365	
Sum squared resid	2.812508	Schwarz criterion	1.792512	
Log likelihood	-8.794921	F-statistic	27.08256	
Durbin-Watson stat	2.450202	Prob(F-statistic)	0.000013	

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/08/10 Time: 17:10
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.840194	2.302207	2.102414	0.0573
CETES	0.069465	0.020113	3.453666	0.0048
IPRODUCCION	-0.049286	0.022938	-2.148624	0.0528
M4	1.02E-10	1.15E-10	0.889952	0.3910
R-squared	0.872904	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.841131	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.481116	Akaike info criterion	1.586901	
Sum squared resid	2.777672	Schwarz criterion	1.780049	
Log likelihood	-8.695211	F-statistic	27.47239	
Durbin-Watson stat	2.487353	Prob(F-statistic)	0.000012	

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/08/10 Time: 17:09
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.870311	2.304235	2.113635	0.0562
CETES	0.070704	0.020465	3.454924	0.0048
IPRODUCCION	-0.050093	0.023246	-2.154904	0.0522
M1	5.11E-10	5.61E-10	0.911216	0.3801
R-squared	0.873284	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.841605	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.480397	Akaike info criterion	1.583912	
Sum squared resid	2.769380	Schwarz criterion	1.777059	
Log likelihood	-8.671295	F-statistic	27.56662	
Durbin-Watson stat	2.492798	Prob(F-statistic)	0.000011	

Dependent Variable: INFLACION
 Method: Least Squares
 Date: 10/08/10 Time: 17:10
 Sample: 1995 2010
 Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.835051	2.307405	2.095450	0.0580
CETES	0.069522	0.020182	3.444824	0.0049
IPRODUCCION	-0.049142	0.022993	-2.137297	0.0538
M3	1.01E-10	1.16E-10	0.874016	0.3993
R-squared	0.872625	Mean dependent var	1.334375	
Adjusted R-squared	0.840781	S.D. dependent var	1.207062	
S.E. of regression	0.481646	Akaike info criterion	1.589101	
Sum squared resid	2.783789	Schwarz criterion	1.782249	
Log likelihood	-8.712811	F-statistic	27.40323	
Durbin-Watson stat	2.479803	Prob(F-statistic)	0.000012	

Valores R ²	Regresión
0.873749	ByM
0.873284	M1
0.871310	M2
0.872625	M3
0.872904	M4
0.940548	Regresión Inicial

Hemos hecho regresiones auxiliares para cada agregado monetario y billete y monedas, de acuerdo las regresiones individuales podemos decir que el modelo no tiene *multicolinealidad* ya que el R² de la regresión inicial es menor que el de las regresiones auxiliares.

4.3.2 Interpretación de los resultados arrojados por el modelo econométrico

Lo primero que debemos mencionar es: el modelo presentó problemas al realizar la prueba de multicolinealidad, lo cual es posible atribuir al tamaño de la muestra, a que la economía no tiene un comportamiento lineal. Sin embargo, a partir de los resultados que arroja el modelo vemos que ninguno de los agregados monetarios se comporta significativamente como indicador adelantado de la inflación; que el modelo formulado está orientado justamente a la predicción de la inflación, misma que si fue verificable ya que arrojó un R^2 elevado de 0.9405. Pero como los coeficientes de los agregados monetarios son demasiado pequeños y con poca significancia estadística, esto nos proporciona la certeza de que un cambio en los agregados monetarios no impactaría a la inflación. Además, los coeficientes para los agregados monetarios M2 y M3 son negativos, y los agregados monetarios que mayor manejo tienen que son M1, agregado básico, y M4, agregado más amplio, los coeficientes son positivos cifras de 0.0000000171 y 0.0000000217 respectivamente. **Lo anterior nos permite ver que un cambio de una unidad en estos dos agregados: M1 y M4 ocasionaría un cambio casi insignificante en la inflación, por estas razones podemos justificar porque el Banco de México ha dejado de incluir a los agregados monetarios en sus herramientas de política monetaria, y se ha enfocado a utilizar la tasa de interés interbancaria, como ancla nominal para conducir su política monetaria, misma que está enfocada a reducir la inflación.**

Conclusiones

El objetivo de esta investigación ha sido analizar el impacto que ha tenido la política monetaria en los agregados monetarios considerando los cambios que ésta ha sufrido en los últimos años al tener como objetivo una meta de inflación. Para lograr el cometido primero definimos que es el dinero, luego nos dirigimos a estudiar el sistema monetario internacional de la segunda posguerra a la actualidad para enmarcar las políticas económicas seguidas por México durante el periodo 1950-1994, y finalizamos con un estudio pormenorizado de los regímenes de política monetaria instrumentados por el Banco de México desde finales del siglo XX hasta la presente década.

Actualmente el dinero desempeña un papel fundamental en cualquier economía, por esta razón era obligada la definición del dinero por diversas corrientes teóricas, sean o no referentes académicos preponderantes hoy día. En este recorrido encontramos que la creciente monetización alcanzada no permite a las economías existir sin dinero, así que entender qué es el dinero se ha convertido en una exigencia para los estudiosos de la economía. Como predominantemente se siguen las reglas de la teoría ortodoxa sustentada en la teoría cuantitativa del dinero, en versiones modificadas y ampliadas de la original que data del siglo XVI, para la que el dinero no sólo es neural y exógeno sino que su cantidad guarda una relación directa y proporcional con el nivel de precios, los Bancos Centrales encargados de su emisión tienen como tarea principal controlar la inflación.

Después de analizar los más recientes regímenes de política monetaria aplicados por el Banco de México, observamos que los agregados monetarios: M1, M2, M3 y M4 dejaron de desempeñar un papel importante en el control y manejo de la inflación. Adicionalmente, para constatar dicha apreciación se realizó un modelo econométrico, donde se estimaron las relaciones de largo plazo entre los distintos agregados monetarios (deflactados por el índice de precios al consumidor), la tasa de interés y el índice de la producción industrial. Aquí encontramos que los agregados monetarios como indicadores adelantados de la inflación en la actualidad tienen una participación más que modesta, y de acuerdo a las políticas del Banco de México éstos no tienen un rol importante en la política monetaria del país.

Vemos que el Banco de México si pudo controlar la inflación y bajarla a un dígito a inicios del siglo XXI a través de aplicar una política monetaria restrictiva, lo cual está reflejado en las tasas de crecimiento de la base monetaria y de los agregados

monetarios. Para la segunda parte de la década de los años 1990 las tasas eran de 20% o 30% tanto para la base monetaria como para los agregados monetarios, y para el año 2000 esta tasa de crecimiento bajó a 13% o 15% por año, con lo cual el banco de México en ese mismo año logró bajar la inflación a un solo dígito del 9% en 2000 ya que en 1995 la inflación llegó a 52%.

La inflación es considerada un mal que merma el bienestar de la población, pero bajo el esquema de metas de inflación su control ha significado un alto precio para los mexicanos. Mientras el propósito fundamental de la política monetaria es maximizar el bienestar social al obtener un crecimiento alto y estable en el largo plazo, en México el descenso de la inflación se ha logrado sacrificando el crecimiento económico, pues para esto el Banco de México impone fuertes restricciones monetarias, como se mencionaron en el párrafo anterior, ha reducido el crédito interno y se ha seguido una política de contracción salarial con efectos negativos sobre el nivel de vida de la población. Bajo este escenario se ha acentuado aún más la desigualdad en la distribución del ingreso alimentado de esta manera una mayor concentración del capital y polarización social.

El Producto Interno Bruto prácticamente no ha crecido en términos reales desde principios de la década de los años 1980. Es preciso reflexionar acerca de que se puede controlar la inflación a la vez que estimular al crecimiento del Producto Interno Bruto si se ensancha el mercado interno, ya que se cuenta con capacidad productiva ociosa y un nivel alto de desempleo conformado por trabajadores capacitados.

Naturalmente el bajo crecimiento no se puede atribuir solamente al esquema de metas de inflación, hay otros factores como la gran incertidumbre en torno la evolución de la economía mundial, por eso se abordó en el capítulo dos el Sistema Monetario Internacional que ha tenido grandes transformaciones buscando que las crisis sean menos recurrentes. No obstante, la crisis *subprime* 2007- 2010 ha tenido un impacto global que tiene sumido al mundo y a nuestro país en un declive económico difícil de superar.

La aplicación en México del sistema de metas de inflación anula las funciones redistributivas del gobierno, puesto que el gobierno debe apoyar la consecución de la meta inflacionaria, como se mencionó en el capítulo cuarto donde se explica que la meta de inflación se debe anunciar tanto por parte del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda. El gobierno ha engrosado las filas del desempleo, y con ello ha motivado el aumento del empleo informal que también se ha visto favorecido con el despido en otros sectores económicos gracias a que la demanda interna y el crecimiento de las

exportaciones han sido cubiertos por las grandes corporaciones nacionales y extranjeras, e importaciones en el primer caso. Por tanto, un gran número de micro y pequeñas empresas han desaparecido.

A pesar de todas las políticas y medidas adoptadas, existe cada vez con mayor presencia y significado económico una oferta de dinero que el Banco Central no controla, este dinero se expande mediante el créditos en sus diferentes formas como son las tarjetas, los asientos electrónicos, etc., se trata del dinero bancario «dinero endógeno» que no son más que promesas de pago. El control de la oferta monetaria exógena por parte del Banco de México se puede apreciar en las bajas tasas de crecimiento tanto de la base monetaria como de los agregados monetarios.

Después de describir la historia económica del país y estudiar los periodos de autonomía que ha tenido el Banco de México podemos concluir que la mejor etapa para el desarrollo y crecimiento del país fue el desarrollo estabilizador, donde la economía creció, se desarrollaron industrias, ya que el Banco de México junto con la Secretaría de Hacienda coordinaron sus políticas para los fines que se perseguían en el país: finanzas sanas por mencionar un ejemplo, donde la autonomía del Banco Central era fundamental para no financiar déficits fiscales. Por esto, consideramos necesaria la generación de una política económica cuyas metas sean el crecimiento y desarrollo de México.

Bibliografía

Aguirre, Covarrubias, María Teresa (2004), «Controversia White-Keynes. Orden y Desorden financiero internacional» en Correa, Eugenia y Girón, Alicia, *Economía Financiera Contemporánea*, Tomo I, México, Miguel Ángel Porrúa, pp. 111-188.

Banco de México (2010), “Agregados Monetarios y Flujo de Fondos”
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/estadisticas/politica-monetaria/agregados-monetarios-flujo-fo.html>
Última consulta 27-octubre.

_____, (2010), “Índices de Precios al Consumidor y UDIS”
<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CP151§or=8&locale=es>
Última consulta 27/octubre.

_____, (2007), “Instrumentación de la política monetaria a través de un objetivo operacional de tasa de interés”, Anexo 3 del Informe sobre Inflación Julio-Septiembre.
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7B5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783%7D.pdf>
Última consulta 27/octubre.

_____, (2010), “Instrumentación de la Política Monetaria”
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/estadisticas/politica-monetaria/instrumentacion-politica-mone.html>
Última consulta 27/octubre.

_____, (2010), “La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentoshistoricos/%7B864ADB18-DDC6-92E0-97DB-11ADD16A4223%7D.pdf>
Última consulta 27/octubre.

_____, (2010), “La conducción de la política monetaria del banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios”
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentos-historicos/%7BE81BC812-BE6E-1FBA-08B5-B71F66C3692A%7D.pdf>
Última consulta 27/octubre.

_____, (1985), “Ley Orgánica del Banco de México y Exposición de Motivos”, en *El Trimestre Económico*, Fondo de Cultura Económica, abril-junio, pp. 589-600.

_____, (2010) “Tasas y Precios de Referencia”
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/estadisticas/politica-monetaria/instrumentacion-politica-mone.html>
Última consulta 27/octubre.

Bazdresch, Carlos y Levy, Santiago, (1992) «El populismo y la política económica de México, 1970-1972» en Dornbusch, Rudiger y Edwards, Sebastian, *Macroeconomía del Populismo en la América Latina*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 255-296.

Blanchard, Oliver (2000), *Macroeconomía*, Madrid, Prentice Hall

Block, Fred (1980), *Los orígenes del desorden económico internacional*, México, Fondo de Cultura Económica.

Cárdenas, Enrique (1994), *La hacienda pública y la política económica, 1929-1958*, México, Fondo de Cultura Económica-El Colegio de México.

_____, (1996), *La política económica de México 1950-1994*, México Fondo de Cultura Económica.

Carstens, Agustín y Reynoso, Alejandro (1997), “Alcances de la Política Monetaria: Marco Teórico y Regularidades Empíricas en la Experiencia Mexicana”, *Documento de Investigación Económica*, núm. 9705, Banco de México.

Cavazos Lerma, Manuel (1976), “Cincuenta años de política monetaria”, en Fernández Hurtado, Ernesto, *Cincuenta años de la banca central. Ensayos conmemorativos, 1925-1975*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 55-122

Chapoy, Alma (2001), *El Sistema Monetario Internacional*, México, Miguel Ángel Porrúa-IIEc-UNAM.

_____, (2005), “Las metas explícitas de inflación como esquema para conducir la política monetaria”, en Mantey, Guadalupe y Levy, Noemi (coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, pp. 237-263

Correa, Eugenia (2003), "Deuda externa y mercados financieros", pp.1-16
[http:// www.redcelsofurtado.edu.mx](http://www.redcelsofurtado.edu.mx)

Friedman, Milton y Friedman Rose (1983), *Libertad de elegir*, España, Orbis.

Garcés Díaz, Danial (2002), “Agregados monetarios, inflación y actividad económica”, México, *Documentos de Investigación Económica*, Banco de México, núm. 2002-07, abril.

Gómez Oliver, Antonio (1981), *Política monetaria y fiscal de México. La experiencia desde la posguerra: 1946-1976*, México, Fondo de Cultura Económica.

Graziani, Augusto (2006), *The Monetary Theory of Production*, Nueva York, Cambridge University Press.

INEGI, (2010), “Índice de Producción Industrial”
<http://dgcnesyp.inegi.org.mx/cgi-win/bdieintsi.exe/NIVR800070#ARBOL>
Última consulta 27/octubre.

- Ingham, Geoffrey (2004), *The Nature of Money*, USA, Polity Press.
- Keynes, John Maynard (1930) [1996], *Tratado Sobre el Dinero. Teoría Pura y Aplicada del Dinero*, Madrid, Editorial Aosta.
- Lajous, Alejandra, Beltrán, Ulises, Cárdenas, Enrique y Portilla, Santiago (1986), *Las razones y las obras. Gobierno de Miguel de la Madrid. Crónica del sexenio 1982-1988 Tercer año*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Lustig, Nora (1992), Mexico. *The Remarking of an Economy*, Washington, The Brookings Institution.
- Marx, Karl (1980), *El Capital*, México, Siglo XXI, Tomo I, vol. 1.
- _____, (1980), *El Capital*, México, Siglo XXI, Tomo 3, vol. 7.
- Nacional Financiera, S.A. (1978), *La Economía Mexicana en Cifras*, México, Nafinsa.
- Ortíz, Guillermo Ortiz (1992) “México después de la crisis de la deuda. Hacia un crecimiento sostenible con estabilidad de precios”, en Bazdresch, Carlos, Bucay, Nisso, Loaeza, Soledad y Lustig, Nora (eds.), *México, auge, crisis y ajuste: Macroeconomía y deuda externa, 1982-1989*, México, Fondo de Cultura Económica, vol. II, pp. 128-166.
- Ortiz Mena, Antonio (1998), *El Desarrollo Estabilizador: Reflexiones sobre una Época*, México, Fondo de Cultura Económica - El Colegio de México.
- Pellicer, Olga y Mancilla, Esteban (1978), *El entendimiento con los estados unidos y la gestación del desarrollo estabilizador. Historia de la revolución mexicana. Periodo 1952-1960*, México, El Colegio de México.
- Rochon, Louis-Philippe y Piegay (2006), *Teorías Monetarias Postkeynesianas*, Madrid, Akal.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1988), *Deuda externa pública mexicana*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Schael, Dorothe et., al. (1995), *Crónica del Gobierno de Carlos Salinas de Gortari, 1988-1994. Síntesis e índice temático*, México, Presidencia de la República-Fondo de Cultura Económica.
- Schwartz, Moisés (1994), «Exchange Rate Bands and Monetary Policy: The case of Mexico», en *Economía Mexicana*, Nueva Época, México, Vol. III, núm. 2, segundo semestre, pp. 287-317.
- Solís, Leopoldo (1981), *Economic Policy Reform in Mexico. A Case Study for Developing Countries*, Londres, Pergamon Press.
- _____, (1997), *Evolución del Sistema Financiero Mexicano. Hacia los Umbrales del Siglo XXI*, México, Siglo XXI Editores.

Turrent, Eduardo (1982), *Historia del Banco de México*, México, Banco de México, vol. I.

Wray, Randall (2006), *El papel del dinero hoy. La clave del pleno empleo y la estabilidad de precios*, México, Facultad de Economía, UNAM.