



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ARAGÓN

“EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y EL TIPO DE CAMBIO RECIENTE EN MÉXICO 2000-2007”

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

MEYER JOSE SADOVICH PADILLA



ASESOR DE TESIS: DR JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA

MEXICO

2010



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas

Tesis Digitales

Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©

PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

**“EVOLUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA
Y EL TIPO DE CAMBIO RECIENTE EN
MÉXICO 2000-2007”**

AGRADECIMIENTOS

Agradezco a mi madre Aida Padilla González por el apoyo incondicional que me brindo, porque estuvo conmigo en todo momento y que gracias a su ejemplo me enseñó a ser una persona responsable y con valores.

A Allan Juárez Padilla por su tolerancia y apoyo brindado.

A Nadia de la Torre Villar por su comprensión, cariño y estar a mi lado en esos momentos difíciles.

A la Universidad por darme la oportunidad de tener una preparación profesional, por haberme dado la oportunidad de conocer a buenos amigos por que sin ellos este largo camino definitivamente no hubiera sido fácil.

A mis profesores por compartir sus conocimientos, su asesoramiento y sabios consejos.

Meyer Jose Sadovich Padilla

Contenido

Introducción	1
1.-Aspectos teóricos básicos sobre la política monetaria y tipo de cambio	3
2.- Antecedentes históricos sobre la evolución reciente de la política monetaria y el tipo de Cambio (1990-1999)	10
3.- Comportamiento Actual de la Política Monetaria y su Impacto en la Estabilidad de Precios y Tasas de Interés (2000-2007)	26
4.- Comportamiento Actual del Tipo de Cambio y su Impacto en la Estabilidad Macroeconómica (2000-2007)	38
Conclusiones	44
Bibliografía	46

Introducción

Los años noventas fueron un parteaguas en la economía nacional: la liberalización de los mercados financieros, la firma de tratados internacionales y las crisis financieras marcaron la pauta para una renovada política monetaria, donde el Banco Central abandonó las políticas proteccionistas, adoptando un papel mas de observador y controlador que de regulador.

Ésta etapa también fincó las bases para lo que hoy conocemos como las políticas monetarias del país. La política adoptada después de 1994, en la que el objetivo primordial es mantener la inflación controlada, ha trascendido con los años, ya que la volatilidad de los mercados financieros y la inestabilidad de la economía nacional no ha permitido que se adopten programas que no sean en su conjunto restrictivos, o protectores de la economía mexicana.

Por otro lado, pero de la mano de las políticas monetarias, viene el tipo de cambio, que desde adoptado el nuevo régimen cambiario de flotación en diciembre de 1994, el valor de la moneda nacional ha estado sujeta a las fluctuaciones y especulaciones tanto nacionales como internacionales, dejando en manos del banco central el derecho de moderar la tasa de variación y evitar fluctuaciones excesivas.

Con éste documento se pretende analizar el pasado y observar cuál fue el comportamiento del tipo de cambio y la política monetaria, y de qué manera ha afectado en la economía, basándonos en dos etapas: la de los noventas (1990-1999) y la más actual o reciente (2000-2007). Lo anterior con la finalidad de entender mejor las políticas presentes, y dar lugar para que los especialistas en la materia puedan aportar soluciones para las generaciones futuras.

El documento se divide en cuatro etapas, más las conclusiones: la primera, son los aspectos teóricos básicos sobre la política monetaria y el tipo de cambio; en este apartado se trata de explicar de forma simple, como funciona la política monetaria del país, y como incide en la misma el tipo de cambio. La segunda, habla sobre los antecedentes históricos sobre la evolución reciente de la política monetaria y el tipo de cambio en el periodo de 1990 a 2007; aquí se abordan algunas situaciones

históricas que marcaron el rumbo de la política monetaria en nuestro país. El tercer elemento, es el comportamiento actual de la política monetaria y su impacto en la estabilidad de precios y tasas de interés en la etapa que comprende de los años 2000 a 2007, y por último, hablaremos sobre el comportamiento actual del tipo de cambio y su impacto en la estabilidad macroeconómica (2000-2007), antes de presentar las conclusiones.

1.- Aspectos teóricos básicos sobre la política monetaria y tipo de cambio

La política monetaria de un país es definida por el Banco Central del mismo, y éste tiene como función ajustar la cantidad de dinero que hay en circulación, teniendo como objetivos primordiales mantener la inflación bajo control, preservar el valor de la moneda, mantener el pleno empleo, moderar el ciclo económico, contribuir al crecimiento a largo plazo y mantener la estabilidad del sistema financiero.

Los instrumentos de los que dispone un Banco Central para regular o cambiar la cantidad de dinero que circula en un país pueden ser los siguientes:

Coeficientes de Reservas Obligatorias: En muchos países, las instituciones de depósito están obligadas a mantener un porcentaje mínimo de sus depósitos en forma de reservas, y es común que el Banco Central determine el coeficiente de reservas obligatorias para cada depósito. En México, a partir de 1995 el coeficiente de reservas obligatorias para los bancos es en promedio, cero. Lo que quiere decir que al final de un periodo de 28 días, un banco debe tener un saldo promedio de cero en su cuenta con el Banco de México; de manera tal que si al cierre de un día un banco sobregiró su cuenta con el banco de México, deberá por lo menos tener un saldo positivo por la misma cantidad en otro día, dentro del mismo periodo de medición. Cuando un banco se sobregira en su cuenta con el Banco de México, deberá pagar una tasa de interés de penalización equivalente al doble de la tasa de interés de mercado.

Los coeficientes de reservas obligatorias funcionan más o menos de la siguiente manera: Cuando el Banco Central aumenta el coeficiente de reservas obligatorias, los bancos deben mantener más reservas. Para aumentar sus reservas, los bancos deben disminuir sus préstamos, lo cual disminuye la cantidad de dinero. Cuando el Banco Central disminuye su coeficiente de reservas obligatorias, los bancos pueden mantener menos reservas. Al disminuir sus reservas, los bancos aumentan sus préstamos, lo cual aumenta la cantidad de dinero.

Tasa de Descuento: Es la tasa de interés a la cual el Banco Central está dispuesto a prestar reservas a los bancos comerciales. El objetivo de ésta tasa es permitir que un Banco Central opere como prestamista de última instancia de los

bancos comerciales. Por lo general, la tasa a la que se otorgan los créditos es superior a la del mercado, y la tasa que se paga sobre los depósitos, inferior.

La tasa de descuento opera así: Cuando el Banco Central aumenta el coeficiente de reservas obligatorias, los bancos deben mantener más reservas. Para aumentar sus reservas, los bancos deben disminuir sus préstamos, lo cual disminuye la cantidad de dinero. Cuando el banco central disminuye su coeficiente de reservas obligatorias, los bancos pueden mantener menos reservas. Y al disminuir sus reservas, los bancos aumentan sus préstamos, que por ende, aumenta la cantidad de dinero.

Operaciones de mercado abierto: Es la compra o venta de valores gubernamentales que realiza el Banco Central en el mercado abierto. Cuando éste último realiza una operación de mercado abierto, efectúa una transacción con un banco o alguna otra empresa, pero no hace transacciones con el gobierno federal.

Y ¿cómo funcionan éstas operaciones? Cuando el banco compra valores en una operación de mercado abierto, las reservas de bancos aumentan, los bancos aumentan sus préstamos y la cantidad de dinero también aumenta. Cuando el Banco Central vende valores en una operación de mercado abierto, las reservas de los bancos disminuyen, disminuyen sus préstamos y la cantidad de dinero también baja.

Tasa de Interés

Cuando el Banco Central cambia la cantidad de dinero, cambian las tasas de interés, por lo tanto: ¿Cómo se determina la tasa de interés? La tasa de interés se determina por la oferta y la demanda de dinero. La cantidad de dinero es determinada por las acciones del sistema bancario y el Banco Central. Comúnmente, la cantidad de dinero ofrecida es una cantidad fija. La cantidad de dinero real es igual a la cantidad nominal ofrecida, dividida entre el nivel de precios. Así mismo, es usual que todos los factores que influyen sobre la demanda de dinero (excepto la tasa de interés) se mantengan constantes.

Cuando la cantidad ofrecida de dinero real es igual a la cantidad demandada de dinero real, el mercado de dinero está en equilibrio.

Tipo de Cambio

Empezaremos explicando que el mercado de divisas es el mercado en el cual la moneda de un país se intercambia por la moneda de otro, por lo que el precio al cual una moneda se cambia por otra, se denomina tipo de cambio. Éste último se calcula como las unidades de moneda doméstica que se requieren para adquirir una unidad de moneda extranjera.

De igual manera, la depreciación de la moneda es la caída del valor de una moneda en términos de otra. Y la apreciación de la moneda es el alza del valor de una moneda en los términos de otra.

Regímenes de tipo de cambio (principalmente se utilizan dos):

- Fijo: El Banco Central determina la tasa de cambio de una moneda con respecto a las otras y trata de garantizar que esta tasa de cambio se mantenga.
- Flotante: Es determinada por la oferta y la demanda.

Tipo de Cambio Flotante

Ya que es determinado por la oferta y la demanda, hay que mencionar que la divisa más demandada en el mercado es el dólar, por lo que se utiliza como referencia.

La cantidad demandada de dólares en el mercado de divisas es el monto de dólares que los individuos planean comprar durante un periodo dado, a un tipo de cambio también dado. Ésta cantidad depende de diversos factores, como lo son las tasas de interés domésticas y del exterior, el tipo de cambio y el tipo de cambio futuro esperado.

La demanda de dólares es una demanda derivada, y hay dos razones relacionadas con las causas de dicha demanda: el efecto de las importaciones y el efecto de beneficio esperado.

a) Efecto de las importaciones: Cuanto mayor sea el valor de las importaciones que se realicen, mayor será la cantidad demandada de dólares en el mercado de divisas, y como el valor de las importaciones de un país depende del tipo de cambio, cuanto más alto sea éste, (con todo lo demás constante) más caros serán los bienes y servicios producidos en el exterior; por tanto, menor será el valor de las importaciones realizadas y menor la demanda de dólares en el mercado de divisas.

b) Efecto de Beneficio esperado: Cuanto mayor sea el beneficio esperado de mantener dólares, mayor será la cantidad demandada de éstos en el mercado de divisas. El beneficio esperado depende del tipo de cambio, de modo que cuanto más bajo sea el tipo de cambio (con lo demás constante) mayor será el beneficio esperado de comprar dólares y mayor será la cantidad demandada de dólares en el mercado de divisas.

Debido a que los factores que influyen en la demanda de dólares no son constantes, ésta tampoco lo es. La demanda puede aumentar o disminuir debido a algunos factores como:

a) Las tasas de interés doméstica y del exterior: Usualmente se adquieren activos financieros para obtener rendimientos. Cuanto mayor sea la tasa de interés que puedan obtener de activos adquiridos del exterior, comparada con la tasa de interés doméstica (la recibida en el país de origen), mayor será la cantidad de activos extranjeros que deseen adquirir, y por tanto aumentará la demanda de dólares a un tipo de cambio dado. A ésta diferencia se le llama diferencial de tasas de interés. Cuanto mayor sea el diferencial de las tasas de interés, mayor /menor será la demanda de activos extranjeros/domésticos y mayor/menor la demanda de dólares en el mercado de divisas.

b) El tipo de cambio futuro esperado: Con otras cosas constantes, cuanto más alto el tipo de cambio futuro esperado, mayor será la demanda de dólares, y viceversa. Éste tipo de cambio tiene el comportamiento de la ley de la oferta y la demanda.

Así como la demanda influye en el tipo de cambio, también influye la oferta:

La cantidad de dólares en el mercado de divisas es el monto de dólares que los individuos planean vender en un periodo dado a un tipo de cambio también dado.

Dicha cantidad depende a su vez de los mismos factores que influyen a la demanda.

Habitualmente, se ofrecen dólares cuando se desean adquirir activos, bienes y servicios producidos en la economía doméstica, por lo que con otras cosas constantes, cuanto más alto sea el tipo de cambio, mayor será la cantidad ofrecida de dólares en el mercado de divisas. Y así como sucede con la demanda, existen factores que tienen influencia en la cantidad ofrecida de dólares:

a) Efecto exportaciones: Cuanto mayor será el valor de las exportaciones domésticas, mayor será la cantidad de dólares que la gente podrá ofrecer en el mercado doméstico de divisas, y como el valor de las exportaciones depende del tipo de cambio, cuanto más alta sea éste, (con lo demás constante) más baratos serán los bienes domésticos para los consumidores del exterior, mayores las exportaciones y mayor la cantidad de dólares ofrecida en el mercado de divisas.

b) Efecto de beneficio esperado: Cuanto menor sea el beneficio esperado de mantener una moneda extranjera, mayor será la cantidad ofrecida de esa moneda en el mercado de divisas, y de nuevo sucede, que ese beneficio esperado depende del tipo de cambio, entonces, cuanto más alto sea el tipo de cambio, (con lo demás constante) menor será el beneficio esperado de mantener moneda extranjera y mayor la cantidad de dólares ofrecidos.

Sin embargo, los factores que influyen en la oferta, tampoco son constantes, y dichas influencias son las mismas que en la demanda:

a) La tasa de interés doméstica y del exterior: Cuanto mayor sea el diferencial de las tasas de interés (externa menos doméstica), menor será la demanda de activos domésticos y menor la oferta de dólares en el mercado de divisas.

b) El tipo de cambio futuro esperado: Con otras cosas constantes, cuanto más alto sea el tipo de cambio futuro esperado, menor será el beneficio de vender (ofertar) dólares y menor la oferta de los mismos.

Si la demanda de dólares se incrementa y la oferta de dólares permanece inalterada, el tipo de cambio sube. Si la demanda de dólares se reduce y la oferta de éstos permanece inalterada, el tipo de cambio cae.

De forma similar, si la oferta de dólares se reduce y la demanda de dólares no se altera, el tipo de cambio sube. Si la oferta de dólares aumenta y la demanda de dólares permanece constante, el tipo de cambio baja.

En México, el encargado de la política monetaria y el tipo de cambio, es el Banco de México:

“El Banco de México es el banco central del Estado Mexicano, constitucionalmente autónomo en sus funciones y administración, cuya finalidad es proveer a la economía del país de moneda nacional. En el desempeño de esta encomienda tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Adicionalmente, le corresponde promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago.” Banco de México

Y según definición del Banco de México: “La política monetaria es el conjunto de acciones que lleva a cabo el Banco de México para influir sobre las tasas de interés y las expectativas del público, a fin de que la evolución de los precios sea congruente con el objetivo de mantener un entorno de inflación baja y estable. Esta es la manera como el Banco de México contribuye a establecer condiciones propicias para el crecimiento económico sostenido y la generación de empleos permanentes.”

Así mismo, el Banco de México tiene como funciones establecer algunos tipos de cambio, como se muestra en la siguiente información:

La política cambiaria es responsabilidad de la Comisión de Cambios, integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Banco de México. A finales de 1994, dicha Comisión acordó que el tipo de cambio fuese determinado libremente por las fuerzas del mercado. En esta página se presentan los indicadores y las operaciones que más frecuentemente requieren los analistas del mercado de cambios.

“El tipo de cambio (FIX) es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para

operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente. El Banco de México da a conocer el FIX a las 12:00 horas de todos los días hábiles bancarios, una vez que recibe todas las cotizaciones y realiza el cálculo correspondiente. Se publica en el Diario Oficial de la Federación un día hábil bancario después de la fecha de determinación y es utilizado para solventar obligaciones denominadas en dólares liquidables en la República Mexicana al día siguiente.

Los Tipos de cambio cruzados con base en el promedio de las cotizaciones de compra y venta de las distintas divisas en el mercado de Londres dadas a conocer por el Banco de Inglaterra, convertidas a moneda nacional usando el tipo de cambio para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera.

Fuente: FMI y Banco de México.”

2.- Antecedentes históricos sobre la evolución reciente de la política monetaria y el tipo de Cambio (1990-1999)

Este periodo fue de gran importancia para la política monetaria del país, ya que, como se explicará adelante, la apertura de los mercados y la globalización provocaron que las políticas de nuestro país siguieran una tendencia internacional.

Liberalización Financiera

Con la globalización financiera, los mercados financieros de los países más desarrollados en los años 80 tuvieron un gran crecimiento, por lo que el movimiento de capitales caminó hacia las economías emergentes como México a finales de los 80 e inicios de los 90. La gran cantidad de flujos externos lograron la desestabilización en el tipo de cambio, la oferta doméstica de créditos y los precios internos de los activos.

A la par de la globalización, comienza la liberalización y las innovaciones financieras que han tenido diversos efectos, como el incrementar los riesgos de los sistemas financieros, así como aumentar la dependencia de países emergentes como México, respecto de países desarrollados como Estados Unidos. Otros aspectos que destacan dentro de la liberación financiera en México, son los siguientes: desregulación interna de los mercados, liberalización de la mayoría de los instrumentos financieros, privatización bancaria y constitución de diversas organizaciones de corte financiero, inversión en acciones suscritas libremente, globalización de servicios financieros y libre participación en todos los instrumentos; mayor participación del capital extranjero en circuitos monetarios y financieros nacionales; creciente internacionalización del capital financiero mexicano; concurrencia de acciones y financiamiento bursátil de las empresas mexicanas. Así mismo, dichas innovaciones comenzaron a complicar la aplicación de políticas monetarias por parte del Banco Central, obligándolo a evolucionar para cumplir sus funciones primordiales. Por tanto, tuvo que dejar el papel de proteccionista y controlador de los sectores industrial, financiero y laboral.¹

¹ Mántey de Anguiano y Orlik Levy, Noemi (Coord), Financiamiento del Desarrollo con Mercados Globalizados, UNAM-DGAPA, Porrúa, México 2003, p. 5.

Y es de imaginarse que la entrada de capitales a México no se dio por inercia, sino que con el fin de entrar en el proceso de transformación económico mundial que se estaba dando, y asegurar el ingreso de flujos extranjeros que permitieran equilibrar los desequilibrios económicos, y lograr un crecimiento económico con baja inflación, el gobierno mexicano realizó reformas estructurales orientadas a los mercados, comenzando por la privatización de empresas públicas y el proceso de integración económica con Estados Unidos.

Pero, ¿cómo se da la liberalización financiera en nuestro país?

Hacia 1989, el gobierno mexicano instrumentó una serie de reformas financieras que condujeron a la liberalización del sector financiero nacional y por ende, a disminuir la capacidad de regulación del mismo gobierno sobre dicho sector. Entonces, otorga libertad para determinar las tasas de interés, elimina los créditos con bajas tasas de interés que la banca otorgaba al sector público, obligando a este a tener que recurrir a los mercados financieros y a competir por recursos con las tasas de interés. Así mismo se eliminan los préstamos forzados que la banca comercial tenía que otorgar a ciertos sectores productivos, así como las restricciones que existían sobre préstamos bancarios al sector privado.

Paulatinamente se le dio total libertad al sector bancario para que asignara y canalizara los recursos financieros a discreción, en función de las necesidades de acumulación y especulación que más le convinieran.

Por ende, el gobierno (Banco Central) tiene menor control, regulación y disposición de los recursos financieros, lo que complica el manejo de la política monetaria (además de la crediticia y fiscal), para poder incentivar el crecimiento de la inversión.

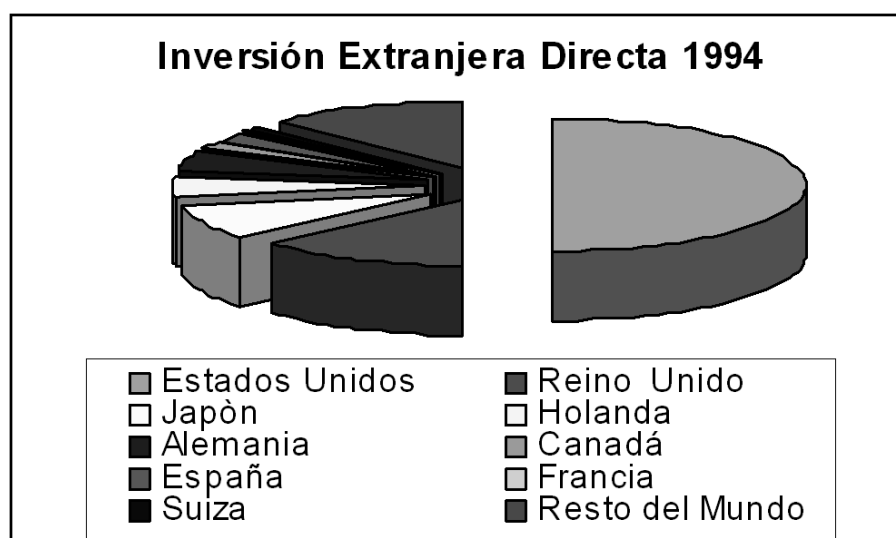
Tratado de Libre Comercio con América del Norte

Al iniciar la integración económica con Estados Unidos, se abre el paso a las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, que para el 1° de enero de 1994, entra en vigor. La intención de este tratado ha sido eliminar

gradualmente las restricciones al comercio y a la inversión entre los tres países de la región de América del Norte.

Y como es de esperarse, la entrada del mismo tuvo consecuencias en la política monetaria del país, ya que la apertura de los mercados no fue meramente comercial, sino que implicó la incursión en los mercados financieros, permitiendo la entrada y salida de capitales extranjeros. Todo ello implicó que México evolucionara hacia la tenencia de un Banco Central autónomo que pudiera determinar la evolución de su propio crédito, en abril de 1994.

Así mismo, la entrada en vigor del TLC fue un factor determinante en el aumento que registró la inversión extranjera directa durante 1994. Según el país de procedencia de los recursos, la inversión extranjera directa provino en un 49.9% de los Estados Unidos, 13.7 % del Reino Unido, 8.7% de Japón, 4.8% Holanda, 4.7% de Alemania, 2% de Canadá, 1.9% de España, 0.8% de Francia, 0.7 % de Suiza y 12.8% del resto del mundo.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

La Crisis Financiera de los años 90's

A partir de 1982 México comenzó a adoptar una política antiinflacionaria, dentro de ésta política, se estableció una política cambiaria cuyo esquema consistía en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. Al efecto, se decidió inicialmente que el piso de la banda quedara fijo al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar (tipo de cambio al cual el Banco de México estaba dispuesto entonces a comprar divisas), mientras que al techo de la banda se le dio un ascenso diario llamado comúnmente "desliz", de .0002 nuevos pesos por dólar, sin embargo el tipo de cambio empezó a aumentar aceleradamente a partir de 1992, y el ascenso que se había permitido en un principio comenzaba a romper el techo de la banda continuamente, por lo que la política de la banda termino siendo no sostenible, abandonando el esquema, pasándose a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre de 1994.²

Éste cambio de régimen cambiario sucedió de la siguiente manera, según lo explica el Banco de México en el informe anual de 1994.

En el período 1990-1994, la fórmula utilizada por los extranjeros para invertir recursos en México fue la adquisición de acciones de sociedades de inversión abiertas que, ante la expectativa de grandes utilidades, se especializaron en tomar riesgos de "países emergentes". Estas expectativas, se realizaron cuando menos de 1990 a 1993. Una variante muy socorrida por dichas sociedades para invertir en valores mexicanos fue la adquisición de bonos Brady a la par, cuyo precio dependía de manera fundamental de la tasa de los bonos de muy largo plazo del Tesoro de los Estados Unidos. Al aumentar abruptamente dicha tasa a partir de febrero de 1994, el precio de los bonos a la par se desplomó en cerca de 15 por ciento tan sólo en el curso del mes.

² Es importante mencionar que con un régimen cambiario de flotación, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, al no verse obligado a inyectar o sustraer liquidez mediante intervenciones en el mercado de cambios. Dado el esquema de flotación ahora en vigor en México, la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del instituto emisor. Así mismo, éste régimen permite que el tipo de cambio absorba parte de los efectos causados por perturbaciones de carácter externo e interno. En este sentido, los lineamientos acordados por la Comisión de Cambios respecto a los mecanismos de intervención automáticos en el mercado de cambios por parte del Banco de México han sido claramente orientados hacia dos objetivos: la acumulación de reservas internacionales y moderar la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, es importante destacar que en ningún caso las acciones referidas han estado encaminadas a defender algún nivel específico del tipo de cambio.

Esto fue causa de que también cayeran súbitamente los precios de las acciones de las sociedades de inversión abiertas especializadas en títulos mexicanos, lo cual generó intranquilidad entre los accionistas, algunos de los cuales exigieron la liquidación de sus inversiones.

Para dar salida a dichos accionistas, las aludidas sociedades empezaron a vender sus activos más líquidos, los cuales resultaron ser Cetes a diferentes plazos. Estas ventas y las correspondientes adquisiciones de moneda extranjera presionaron al tipo de cambio y, a la postre, a las tasas de interés nacionales. Como a menudo ocurre, estas reacciones negativas se retroalimentaron, pues la depreciación de la moneda nacional y el aumento de las tasas en México tuvieron un nuevo impacto depresivo sobre el precio de las acciones de las citadas sociedades de inversión.

Por último, a través de los años la tasa de rendimiento de los bonos a la par se había en buena medida convertido en la "tasa piso" de las emisiones de bonos en moneda extranjera con riesgo México. Al aumentar significativamente en febrero el rendimiento de los citados bonos, el costo del financiamiento exterior de empresas y bancos mexicanos mediante la emisión de valores se elevó sustancialmente.

Además, en febrero de 1994 y durante algunos períodos posteriores, ocurrieron acontecimientos de orden político y delictivo que impactaron fuerte y negativamente a los mercados. El secuestro de empresarios prominentes, así como el giro que tomaron las negociaciones y actitudes relacionadas con el conflicto de Chiapas causaron gran inquietud. Ello determinó que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que las tasas de interés sufrieran presiones alcistas, adicionales a las procedentes del exterior. Los ajustes en el tipo de cambio y en las tasas de interés permitieron equilibrar el mercado de divisas, hasta que sobrevino un acontecimiento inesperado.

El 23 de marzo el Lic. Luis Donaldo Colosio fue asesinado. El propio hecho y las inquietudes que surgieron en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad. La reserva internacional del Banco de México, cayó casi 11,000 millones en los treinta días posteriores al crimen. La respuesta de las tasas de interés tampoco se hizo esperar: de la penúltima semana de marzo, a la última del mes inmediato siguiente, la tasa de interés interbancaria promedio, TIIP,

se elevó de 10.93 a 21.125 por ciento. Esta elevación fue determinante para que en el último tercio del mes de abril la situación se volviera a estabilizar.

De hecho, desde finales de abril hasta el 11 de noviembre de 1994, fecha en que las reservas ascendieron a 16,221 millones de dólares, no hubo merma de éstas, a excepción de la que se produjo con motivo de la renuncia del Secretario de Gobernación. De la fecha de esa renuncia (24 de junio), hasta el 12 de julio, el Banco de México tuvo que intervenir diariamente en el mercado. Sin embargo, esta pérdida de reservas se recuperó gracias a ventas de divisas, provenientes de privatizaciones que el Gobierno Federal hizo al Banco de México.

La estabilidad mostrada por el saldo de las reservas, abstracción hecha de las caídas que sufrieron como resultado de hechos políticos o delictivos, era indicio de que: a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril a mediados de noviembre, la balanza de pagos se equilibraba, no obstante la inquietud subyacente.

A mediados de noviembre se produjo un acontecimiento político que causó nueva y adicional inquietud. Las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu, al despertar graves preocupaciones sobre la estabilidad del sistema político mexicano, causaron una pérdida de reservas de cerca de 3,500 millones de dólares.

Por otra parte, el 15 de noviembre de 1994 el Sistema de la Reserva Federal de los EE.UU.A. decidió aumentar en 75 puntos base la tasa de fondos federales (tasa líder en el mercado de dinero de dicho país), siendo ésta la acción más restrictiva de política monetaria que se había adoptado en ese país desde 1990. En adición, en los mercados financieros internacionales se anticipaba que el Sistema de la Reserva Federal decidiría incrementar nuevamente la tasa de fondos federales en la reunión de su Comité de Operaciones de Mercado Abierto del 20 de diciembre de 1994.

Estos eventos presionaron nuevamente al alza todas las tasas de interés en dólares, transmitiéndose dichas presiones a las tasas de interés mexicanas. El

aumento de estas últimas provocó pérdidas de capital adicionales a inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, lo que indujo fugas de capital.

La reanudada hostilidad del EZLN a principios de diciembre desencadenó mayor nerviosismo, que se hizo particularmente agudo con los anuncios hechos por ese grupo el día 19. Este factor, aunado a la renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala en contra de la moneda nacional, llevando a las reservas internacionales a 10,457 millones de dólares al cierre de esa jornada.

Por tanto, el 22 de diciembre de 1994 por la tarde, la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario hasta entonces vigente, y pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre.

Y ¿cómo repercutió esto en la política monetaria durante esta difícil etapa?

A partir de abril de 1994 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México hicieron posible la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos -instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio. Así, la emisión de Tesobonos se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario. Dada la creciente percepción que se fue difundiendo entre los inversionistas sobre la existencia de mayores riesgos cambiarios, aumentó la demanda de Tesobonos en sustitución de los instrumentos denominados en moneda nacional.

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

La devaluación del peso mexicano ocurrida en diciembre de 1994, combinada con los bajos niveles de reservas internacionales y la enorme y creciente movilidad que adquirieron los flujos internacionales de capital, volvieron conveniente la adopción de un régimen cambiario de flotación para 1995. Ello trajo consigo profundas implicaciones sobre la conducción de la política monetaria.

Explicándolo brevemente, diríamos que en un régimen cambiario, el banco central no tiene la obligación de intervenir en el mercado de divisas. Por lo anterior el objetivo de la política monetaria no es el mantenimiento del precio de la moneda nacional a un nivel determinado o dentro de un rango. Lo que significa que el tipo de cambio lo determinan las fuerzas del mercado, por lo que en principio puede moverse en cualquier dirección; así que la función del Banco Central, pasa a ser el control sobre la base monetaria, y al no verse obligado a inyectar o sustraer liquidez mediante intervenciones en el mercado de cambios, (dado el esquema de flotación), la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del instituto emisor. Al actuar sobre la base monetaria, el banco central podrá influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios.

De ésta manera, la política monetaria que tuvo que adoptar el Banco de México, fue descrita por el mismo en el reporte anual de 1995, de la siguiente manera:

En 1995, el Banco de México realizó un acuerdo llamado “Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica” (AUSEE) en materia salarial, de precios y tarifas del sector público, de precios del sector privado y de gasto público.

Así, en enero del mismo año, se dio a conocer el plan de política monetaria planeado para el periodo de enero-diciembre de 1995; el plan se establecía de la siguiente manera:

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

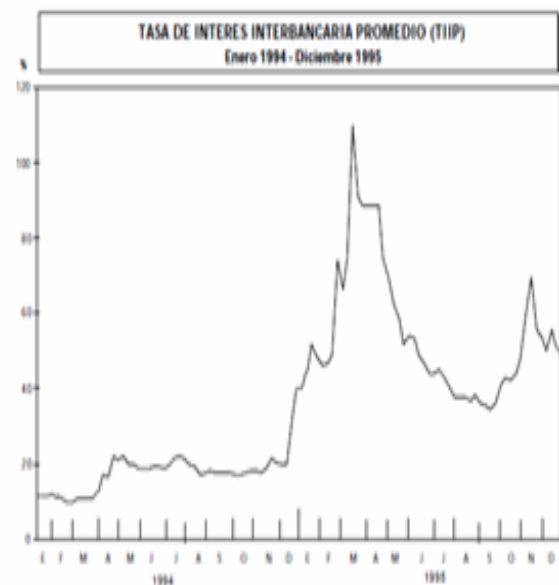
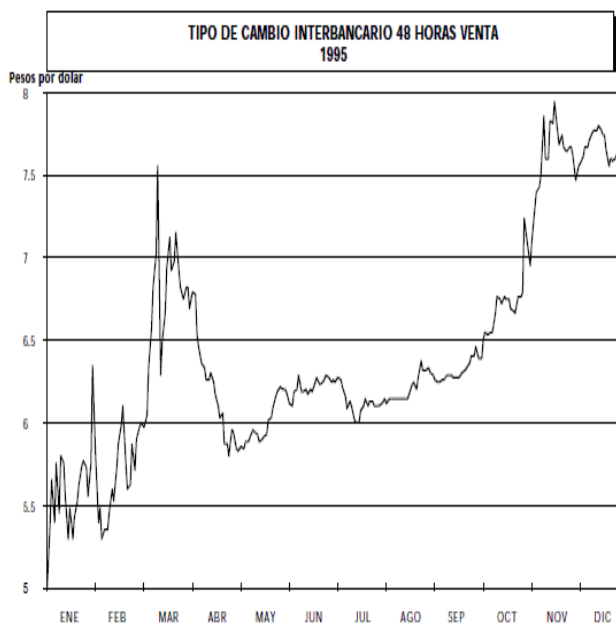
b) El crédito interno neto se definió como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. A su vez, la base es igual a la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. Por su parte, la reserva internacional señala que los pasivos del Banco, derivados de créditos con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva.

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

No obstante la política aplicada, durante los primeros meses de 1995 persistió un clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financiero y de cambios. En algunos días de ese periodo, cuando ocurrieron vencimientos abultados de inversiones extranjeras en papel gubernamental o bancario que no fueron renovadas, el Banco de México vendió divisas provenientes de sus reservas y del citado fondo de estabilización cambiaria. Pero toda esta situación volátil tenía diversas explicaciones:

a) Los inversionistas, al contrastar las disponibilidades de moneda extranjera del país con los vencimientos de corto plazo de los adeudos con el exterior tanto del sector público como del privado, incluyendo aquellas obligaciones que, aunque pagaderas en México en moneda nacional, estaban denominadas en moneda extranjera (Tesobonos), temieron que México no tuviera la capacidad de pago suficiente en el momento adecuado. La incertidumbre generada por ese temor ocasionó una fuerte presión sobre el tipo de cambio, al producirse fugas de capital. El tipo de cambio se apreció temporalmente a finales de enero y principios de febrero después de que se anunció la constitución y formalización de un nuevo

Fondo de Estabilidad de la Paridad (o Paquete Financiero) que ascendió a más de 50,000 millones de dólares. A pesar de lo anterior, al difundirse entre los inversionistas la duda de que el país pudiera cumplir con las condiciones para disponer de dichos recursos, volvió a surgir la presión sobre el tipo de cambio y las tasas de interés. Como consecuencia, el tipo de cambio alcanzó un máximo de 7.55 nuevos pesos por dólar el 9 de marzo de 1995, mientras que unos días después la tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) llegó a casi 110 por ciento. (Ver gráficas 1 y 2).



Fuente: Reporte anual 1995. Banco de México.

b) La caída de la actividad económica, el incremento de las tasas de interés, así como la depreciación del tipo de cambio durante los primeros meses de 1995, afectaron la capacidad de pago de los mexicanos endeudados. Por lo que la cartera vencida de la banca aumentó considerablemente. Esta situación originó fuertes preocupaciones acerca de la solvencia de las instituciones de crédito.

Y debido a que existió una depreciación del tipo de cambio mayor a la anticipada al inicio del año, el aumento concomitante de la inflación y de las tasas de interés, el impacto adverso provocado por la amortización acelerada de pasivos con el exterior, el debilitamiento de las instituciones de crédito y, por lo anterior, la consecuente desaceleración del crecimiento económico; por lo que a principios de marzo de 1995 se volvió necesario reforzar el AUSEE, surgiendo de ese modo el PARAUSEE (Programa de Acción para Reforzar el AUSEE).

Dentro de éste último, se anunciaba que el problema de las instituciones de crédito se resolvería a través de esquemas y estrategias específicas para sanear al sistema bancario y apoyar a los deudores, y que los costos de dichos esquemas serían absorbidos por los accionistas de los bancos y el Gobierno Federal (a lo largo de hasta treinta años). El conjunto de acciones propuesto no sólo estuvo encaminado a fortalecer el programa económico original para 1995. Al fomentarse una estabilización rápida, se buscó minimizar el daño que los desequilibrios financieros pudieron infligir al sector real de la economía, a la vez que se fincaban las bases para reiniciar un crecimiento económico firme y sostenido.³

Por lo anterior, en marzo de 1995, se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible, su excesiva depreciación.

Para manejar su crédito interno con mayor flexibilidad, el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje llamado de encaje promedio cero. Mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, tendrían que ser compensados, dentro de plazos mensuales medidos dos veces al mes, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco

³El incremento de las tasas de interés a que obliga la inestabilidad cambiaria, tiene un impacto directo sobre el sector público y privado, así como en el sistema bancario; por lo que éste último se ve afectado por el mayor costo de su deuda interna, así como por la apreciación bancaria, la cual reduce la competitividad y la dinámica de acumulación, lo que origina problemas de insolvencia que afectan el crecimiento de la inversión. Así pues, ésta inestabilidad obliga al gobierno a transferir recursos a la banca para evitar su quiebra generalizada y la deflación de la deuda y los activos, lo que se traduce en transferencia de recursos públicos, y entonces, generando mayor deuda pública interna que presiona las finanzas públicas. Huerta G. Arturo, *La política monetaria y cambiaria de la globalización de los países en desarrollo*, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (comp.), *Globalización Financiera e Integración Monetaria. Una perspectiva desde los Países en Desarrollo*, UNAM-DGAPA-Miguel Ángel Porrúa, México 2002, p.p. 268-269.

con la condición descrita, lo hacía acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa equivalente a cuatro veces la tasa vigente de Cetes. Este esquema facilitaba la conducción de la política monetaria. Así por ejemplo, si en un tiempo dado conviene restringir la demanda agregada, el Banco de México induce un sobregiro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva. Para evitar la penalización, las instituciones de crédito tratan de generar excedentes de efectivo que puedan depositar en el banco central. Para hacerse de la liquidez requerida, los bancos deben contraer su crédito y/o atraer nuevos depósitos.

Cualquiera de estas acciones propiciaba el alza de las tasas de interés y restaba capacidad de gasto al público. A través de estas medidas, fue posible pasar de una política monetaria que actuaba a través de la influencia directa del instituto central en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos. Al perseguirse metas cuantitativas, una resultante eran las variaciones de las tasas de interés. En las circunstancias por las que atravesaba la economía mexicana, dicha política implicaba menores riesgos que otras en las que el banco central debía “adivinar” el nivel conveniente de las tasas de interés.

Desde el anuncio del PARAUSEE, la ratificación del programa monetario, las demás medidas adoptadas por el Banco de México, el establecimiento de esquemas específicos para resolver el problema bancario, junto con los apoyos externos obtenidos, coadyuvaron a que los agentes económicos fueran confiando cada vez más en la estrategia de estabilización adoptada, lo que se reflejó a partir de mediados de marzo en diferentes indicadores de la economía. De hecho, el periodo de mediados de marzo a mediados de septiembre de 1995 se caracterizó por una relativa estabilidad financiera.

Ante éste panorama tan desalentador, podríamos citar a Arturo Huerta González *“El contexto de liberalización financiera nos obliga a trabajar con estabilidad cambiaria, por lo que presiona a las autoridades monetarias a establecer tasas de interés internas por arriba de la tasa de interés internacional, para atraer capitales para financiar el déficit externo, como para incrementar las reservas*

internacionales, necesario ello para asegurar la estabilidad cambiaria” Huerta G. Arturo, *La política monetaria y cambiaria de la globalización de los países en desarrollo*, en Guadalupe Mártey y Noemí Levy (comp.), *Globalización Financiera e Integración Monetaria. Una perspectiva desde los Países en Desarrollo*, UNAM-DGAPA-Miguel Ángel Porrúa, México 2002, p. 264.

Etapas posteriores a la Crisis (1996-1999)

Después de la crisis tan fuerte por la que atravesó nuestro país, de la reestructuración de la deuda y de las series de cambios en la política monetaria y cambiaria, la economía mexicana sufriría más estragos; De hecho, algunos de los problemas más grandes a los que se enfrentó la misma durante años posteriores, fueron aquellos asociados con la inflación y las expectativas de su futura evolución.

La devaluación del peso frente al dólar en ésta etapa provocó un aumento de la inflación y de las expectativas inflacionarias, lo que dio lugar a elevadas tasas de interés, tanto reales como nominales. Dada ésta situación, la capacidad de gasto de numerosas familias y empresas que se encontraban endeudadas aminoró, obstaculizando el crecimiento económico, por lo que el banco central se vio obligado a establecer una política monetaria tendiente a la estabilización de los precios.

El objetivo principal de los años subsecuentes, fue que la inflación disminuyera. De hecho, para la consecución de la trayectoria de la base monetaria prevista para 1996, el Banco de México aplicó las medidas siguientes:

1. Ajustaba diariamente la oferta de dinero primario con objeto de que ésta correspondiera a la demanda de base monetaria.
2. Al efecto, el Banco de México abastecía diariamente la demanda de billetes y monedas; neutralizó el efecto monetario de los movimientos de la cuenta de la Tesorería de la Federación, así como el de las variaciones de los activos internacionales netos; y compensó en su totalidad el efecto monetario de los apoyos crediticios otorgados al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL).

3. Modificaba, en su caso, las condiciones de suministro del crédito primario para procurar el orden en los mercados financiero y de cambios.

Así pues, para continuar con la tendencia de la política monetaria antiinflacionaria, en 1997, el Banco de México mantuvo una postura neutral de política monetaria, lo que significa que el instituto central se limitó a satisfacer diariamente la demanda observada de la base monetaria a tasas de mercado. La reducción sostenida de la inflación, de las expectativas inflacionarias y de las tasas de interés, facilitó la corrección del grado de sobreendeudamiento que aquejaba a las familias y a las empresas, dándoles una mayor capacidad de gasto. Y lo anterior fue logrado, operando de la siguiente manera:

1. Se comprometió a no efectuar operaciones de mercado abierto con el objeto de generar saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que lleva a las instituciones de crédito, es decir, el instituto central se comprometió a no usar “largos”⁴. Esta medida la adoptó el instituto emisor con el objeto de disipar cualquier duda sobre si adoptaría una política monetaria expansiva en anticipación de las elecciones federales de junio de 1997.
2. Decidió publicar la trayectoria diaria esperada de la base monetaria para el año que en principio era congruente con una inflación de 15 por ciento, siempre y cuando se materializaran los supuestos adoptados de crecimiento del PIB, de tasas de interés y de remonetización.
3. Con el propósito de dar seguridades de que no se generarían presiones inflacionarias mediante la expansión indebida del crédito interno neto del banco central, se incorporaron en el programa monetario límites trimestrales a la variación de dicho crédito.
4. Se estableció un compromiso mínimo de acumulación de activos internacionales netos.
5. Por último, se previó que el Banco de México podría variar las condiciones de suministro de su crédito interno, poniendo “corto” al sistema bancario, con el objeto de promover el orden en los mercados cambiario y de dinero.

⁴Un “largo” es como no efectuar operaciones de mercado abierto con el objeto de generar saldos acumulados positivos en el conjunto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito.

Sin embargo, y como era de esperarse, la economía no actuó exactamente como se esperaba, por lo que el banco central tuvo que hacer ciertos ajustes a su política monetaria, en razón de que en algunas ocasiones las tasas de interés se mantuvieron elevadas en respuesta a ciertas distorsiones en el mercado de dinero, por lo que no se comportaron conforme a lo previsible dadas las condiciones existentes en los mercados financieros. En tales casos las acciones del Banco de México tendieron a restablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero. Inmediatamente después de que adoptó las medidas correspondientes, las tasas de interés se ajustaron a la baja. Una decisión de política adicional se adoptó en septiembre de 1997, cuando la Junta de Gobierno del instituto central decidió dejar sin efecto la renuncia temporal al uso de “largos”. El anuncio de la reactivación potencial de dicho instrumento tuvo un efecto transitorio en los mercados, al reducirse ligeramente las tasas de interés y depreciarse el tipo de cambio.⁵

Para los años de 1998 y 1999, el banco central optó por una postura flexible respecto de la política monetaria, como respuesta a la volatilidad en los mercados financieros, caracterizada por la reducción de capitales privados extranjeros en el país. Así mismo, en el programa monetario se preveía que la política monetaria se adaptara a situaciones adversas que pudiera haber en el mercado. Y tomando en consideración la política flexible adoptada, en 1999 el banco central se vio forzado a adoptar una política monetaria restrictiva, por medio del establecimiento de “cortos”⁶.

⁵El uso de “largos” también puede ser útil para combatir los comportamientos anormales de las tasas de interés que se producen por la reducción temporal del grado de competencia en el mercado de dinero. La mera posibilidad de que el Banco de México pueda usar el “largo” es un factor eficaz para combatir la gestación de esos fenómenos. El anuncio de la reactivación del uso potencial del “largo” tuvo un efecto transitorio en los mercados, al reducirse ligeramente las tasas de interés y depreciarse el tipo de cambio a partir de niveles bastante bajos. Cabe mencionar que durante el último trimestre del año no fue necesario utilizar ni “cortos” ni “largos”.

⁶El “corto” consiste en que el Instituto Central fija o, en su caso, aumenta el objetivo negativo para el saldo consolidado de las cuentas corrientes que lleva a la banca. La acción señalada tiende a traducirse en un incremento temporal de las tasas de interés de corto plazo, lo cual limita el efecto sobre los precios de las presiones inflacionarias existentes. No obstante lo anterior, una vez que la acción del Banco de México ejerce un impacto en los precios y en las expectativas de inflación, el instrumento de política monetaria facilita que el posterior ajuste a la baja de las tasas de interés se realice en forma ordenada, sin trastornar la estabilidad de los mercados financieros nacionales.

Debido a que las acciones de política monetaria inciden sobre la inflación con rezagos, la estrategia de desinflación que adoptó el Banco de México, buscó trascender el horizonte inmediato y planteó un programa que condujera hacia la estabilidad de precios en el mediano plazo. Con base en lo anterior, en enero de 1999 la Junta de Gobierno del Banco de México propuso como meta de mediano plazo para el abatimiento de la inflación, la convergencia de la misma hacia finales del año 2003 con la de los principales socios comerciales del país. En ese orden de ideas, a fin de establecer una referencia de corto plazo en esa trayectoria hacia la estabilidad, en septiembre de 1999 el Banco de México acordó como objetivo de la política monetaria para el año 2000 una tasa de inflación que no excediera del 10 por ciento.

3.- Comportamiento Actual de la Política Monetaria y su Impacto en la Estabilidad de Precios y Tasas de Interés (2000-2007)

Los sucesos de los años noventas marcaron una gran diferencia en la política monetaria del país; la apertura de los mercados financieros y comerciales obligaron al Banco de México a adecuar cambios en dicha política, y que siguió en continuo movimiento a través de los años; así mismo, la evolución de las políticas aportadas por el banco Central han tenido su repercusión en la economía nacional, específicamente, sobre la estabilidad de los precios y las tasas de interés.

En los últimos años el esquema de política monetaria del Banco de México se ha ido modificando en respuesta a los cambios que ha experimentado la economía nacional. Esta evolución ha resultado en la adopción de un esquema de objetivos de inflación.

Las características principales de este régimen monetario son las siguientes:

- a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria;
- b) El establecimiento y anuncio de metas de inflación de corto y mediano plazos;
- c) La consolidación de una autoridad monetaria autónoma;
- d) La aplicación de la política monetaria en un marco de transparencia, el cual se sustenta en una estrategia de comunicación respecto de los objetivos, instrumentos, planes y decisiones de la autoridad monetaria;
- e) El análisis permanente de todas las fuentes potenciales de presiones inflacionarias, con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios; y
- f) El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la llamada inflación subyacente. Ello, a fin de distinguir aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Como veníamos leyendo, en 1999 el Banco de México previó para el año 2000 una política monetaria antiinflacionaria, de tal manera que para ese año, la

inflación no pasara de los 10 puntos, pero ¿en qué consistía esa política y como afectaba a las tasas de interés y a los precios?

Una de los puntos claves del programa monetaria para el año 2000, adoptado por el Banco de México, fue tener como objetivo de saldos acumulados uno negativo, o sea un “corto”, lo que señalaba la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca todos los recursos demandados a tasas de interés de mercado, lo que obligaba a las instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, haciendo abstracción de otras influencias, induce una elevación de las tasas de interés, enviando al mercado la señal de que el Banco de México ha adoptado una postura restrictiva de política monetaria.⁷

Durante este año (al igual que en años anteriores) se tuvieron que aplicar medidas para controlar la inflación, sin embargo, parecía que los mercados estaban mejorando, como lo explica así el Banco de México: *“Otro aspecto que contribuyó de manera importante a la mejoría de las expectativas de inflación y a la disminución de las tasas de interés en los primeros meses del año fue la percepción de un menor riesgo país...Este hecho confirma que la reducción en las tasas no fue, en modo alguno, reflejo de un debilitamiento de la postura restrictiva de la política monetaria.” (Reporte Anual 2000, p.p 72-73).*

En términos generales se puede decir que durante éste año, la política restrictiva aplicada por el banco central fue muy severa desde el principio, ya que los sucesos tanto nacionales como internacionales provocaban que la inflación no fuera contenida; estos sucesos abarcaban desde el elevado precios de los vegetales, hasta la elevación de las tasas de interés internacionales en respuesta a las presiones inflacionarias que surgieron en los países industrializados a raíz del robusto crecimiento económico y de mayores precios de los energéticos.

⁷Algunas de las circunstancias ante las cuales el Instituto Central aplica un “corto”, pueden ser las siguientes: 1.- Cuando se detectan presiones inflacionarias incongruentes con los objetivos de inflación; 2.-cuando se presentan perturbaciones exógenas sobre los precios, con el fin de contener los efectos indirectos de dichas perturbaciones sobre el nivel general de precios; 3.-Para compensar parcialmente los efectos inflacionarios directos que originen los movimientos en los precios clave en la economía. El propósito implícito en este enfoque es que los ajustes necesarios en los precios relativos afecten sólo moderadamente al INPC, elevando su nivel pero evitando el deterioro de las expectativas de inflación.

En resumen, las acciones de política monetaria instrumentadas por el Banco de México durante 2000 buscaron en todo momento el cumplimiento de las metas de inflación. Lo anterior ante la incertidumbre sobre el comportamiento de la economía de los Estados Unidos, de los precios internacionales del petróleo y de la expansión de la demanda interna. Esto último dando lugar a que el Banco de México recomendara en repetidas ocasiones la necesidad de complementar la restricción monetaria con un ajuste fiscal.

En el Programa Monetario para 2001 los elementos que se consideraron necesarios para alcanzar las metas de inflación de corto y mediano plazos fueron:

- a) Una política monetaria restrictiva;
- b) Ajustes de precios administrados por el sector público compatibles con los objetivos de inflación;
- c) Incrementos salariales congruentes con las ganancias sostenibles en productividad y con la meta de inflación;
- d) Ausencia de perturbaciones externas severas –tales como el deterioro de los términos de intercambio o la reducción de la oferta de capitales externos susceptibles de provocar una modificación considerable del tipo de cambio real;
- e) Una postura fiscal estructuralmente sólida.

Cabe mencionar que a diferencia de lo ocurrido en otros años, en el programa monetario para 2001 el Banco de México no fijó límites a la variación del crédito interno neto.

Como podemos observar, las políticas monetarias adoptadas después de la crisis de 1995 tendieron a ser antiinflacionarias, y a utilizar la política restrictiva y los “cortos” como herramientas para bajar la inflación, controlar las tasas de interés y mantener los precios.

En 2002 la economía mexicana tuvo una evolución menos favorable que la anticipada al inicio del año: la producción creció a un ritmo más lento y la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) aumentó con respecto a la del año precedente; sin embargo la política monetaria adoptada años

anteriores no fue muy distinta. Una de las pocas diferencias encontradas, fue la de tomar el INPC como variable para evaluar la meta de inflación.⁸

Se entiende que no hubo el crecimiento esperado, ya que los hechos de septiembre del año anterior en Estados Unidos dejaban un aire de incertidumbre en los mercados financieros.

Para 2003, el ambiente económico global estuvo marcado por la incertidumbre política derivada de la guerra en Irak. La falta de claridad en cuanto a la duración del conflicto, sus costos y consecuencias, provocó una pérdida de confianza de los consumidores e inversionistas en todo el mundo. Lo anterior se reflejó en los mercados financieros y propició caídas en los principales índices bursátiles. Así, en los países industriales prevaleció un ambiente poco propicio para la reactivación de la demanda.

Consecuentemente, en México durante el primer semestre del año se mantuvo la debilidad de la demanda agregada. En la segunda mitad del año el país se desarrolló en un entorno externo más favorable, particularmente en el cuarto trimestre. La actividad económica en las principales economías del mundo, especialmente en Estados Unidos, presentó mejores resultados. En ese país la producción manufacturera retomó su expansión, lo mejoró las condiciones de la economía mexicana. Por otro lado, los bajos niveles alcanzados por las tasas de interés en los Estados Unidos propiciaron condiciones de financiamiento más favorables para los países en desarrollo.

En la política monetaria de 2003 se mantuvo la política de mantener la inflación, así que el programa monetario no tuvo grandes modificaciones, a excepción de dos ajustes técnicos:

1. La sustitución, a partir del 10 de abril, del régimen de saldos acumulados en las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a la banca por uno de saldos diarios. Esta modificación se adoptó principalmente por dos razones. En primer

⁸ Las razones para haber utilizado el INPC fueron las siguientes: 1.- Por ser el indicador de los movimientos del nivel general de precios mejor conocido y más utilizado; 2.- Porque es usado como referencia en infinidad de contratos y negociaciones; y 3.- Porque las variaciones del INPC se dan a conocer oportunamente en intervalos regulares y no están sujetas a revisiones.

lugar, porque se habían reducido las ventajas de contar con un esquema que permitiera compensar saldos positivos y negativos dentro del periodo de medición de los saldos acumulados, fundamentalmente en virtud de la adopción de algunas mejoras operativas que permitieron realizar una programación financiera más precisa. En segundo, para hacer más transparente el mecanismo.

2. La constitución de un depósito de regulación monetaria en el Banco de México por parte de las instituciones de crédito por 30 mil millones de pesos, con el fin de que el Instituto Central mantuviera una posición de liquidez acreedora frente a la banca. Ello permitía acrecentar la efectividad de la política monetaria para influir en el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo.

Uno de los logros de la política monetaria en este año, fue la reducción en la inflación y las tasas de interés; sin embargo no fueron logros sólo del programa monetario, ya que es importante mencionar que durante 2003 las tasas de interés internacionales se mantuvieron en niveles históricamente bajos. Ello, en adición a la menor incertidumbre que comenzó a prevalecer en los mercados financieros internacionales hacia mediados de año, lo que dio lugar a que se redujeran significativamente las primas de riesgo de los mercados emergentes. Y como era de esperarse, en México durante la segunda parte del año las tasas de interés en alcanzaron mínimos históricos.

Así pues, el comportamiento de las tasas de interés en México fue congruente con los avances en el proceso desinflacionario y con la posición cíclica de la economía. Además, las menores tasas de interés fueron estimulativas para la recuperación de algunos componentes del gasto, sin que con ello se generaran presiones sobre el comportamiento de los precios.

Para 2004, podemos decir que en términos generales los mercados financieros internacionales mostraron poca volatilidad, abundante liquidez y una considerable búsqueda por rendimientos. Ello se sustentó en un escenario favorable de crecimiento, pocas presiones inflacionarias a nivel mundial –salvo por el alza en los precios de diversas materias primas, incluyendo el considerable incremento en los precios del crudo y mejoras tanto en las ganancias de las empresas en los Estados Unidos, como en la calidad crediticia de los mercados emergentes.

Así pues, durante 2004 la economía mexicana se vio favorecida por la consolidación del proceso de recuperación global, al registrar la economía mundial la mayor tasa de crecimiento anual desde mediados de los años setenta. Así, en 2004 se fortaleció la expansión de la actividad económica en México, iniciada hacia finales de 2003.

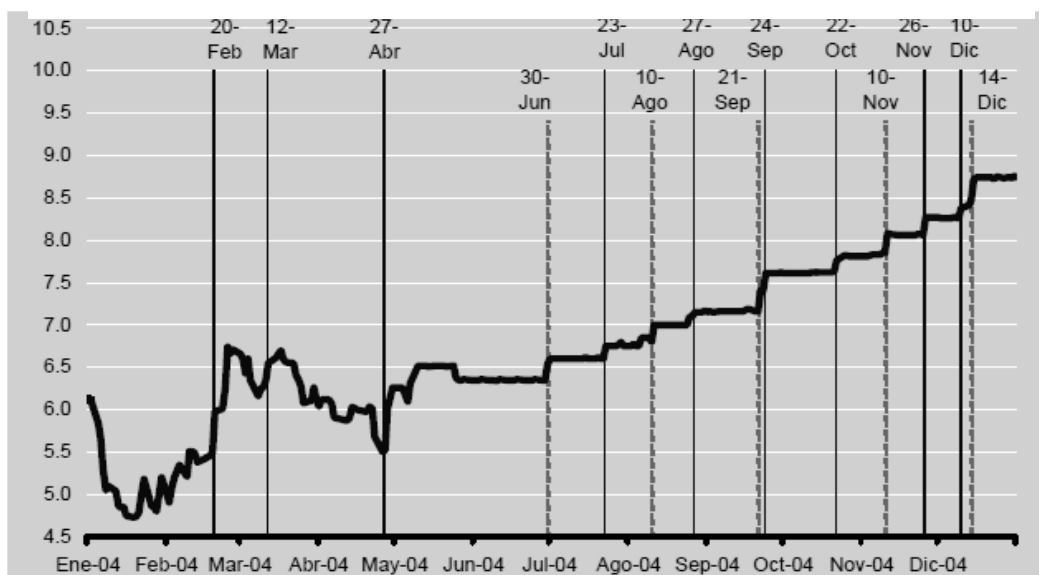
Por lo tanto, basándose en la actividad internacional, los objetivos primordiales de la política monetaria para 2004 comenzaban por controlar la inflación (como marcaba la tendencia); contener los efectos de los incrementos en los precios internacionales de diversas materias primas sobre las expectativas de inflación y las negociaciones salariales; acotar las presiones de inflación que por la fase de recuperación del ciclo económico pudieran surgir; y propiciar un tránsito ordenado de la economía hacia un entorno global de mayor restricción monetaria.

En resumen, 2004 se caracterizó por la presencia de diversas perturbaciones de oferta que propiciaron fuertes presiones al alza sobre diferentes subíndices del INPC. En particular, destacaron los incrementos en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Y de nuevo, el Banco de México aplicó la política restrictiva de la siguiente manera:

1. Incrementó el “corto” en nueve ocasiones. Así, el objetivo de saldos diarios pasó de 25 millones de pesos a principios del año, a 69 millones de pesos el 10 de diciembre.
2. A partir del 25 de junio de 2004, en los comunicados de prensa correspondientes a los anuncios de política monetaria, la Junta de Gobierno señaló que, mientras así lo juzgara conveniente, las condiciones monetarias internas deberían reflejar, al menos, la mayor astringencia que se fuese presentando en los Estados Unidos.

Como consecuencia de las acciones descritas, las tasas de interés de corto plazo se incrementaron de manera importante. Específicamente, durante 2004 la tasa de fondeo interbancario aumentó de su nivel mínimo registrado en el año de 4.73 por ciento el 19 de enero, a 8.75 por ciento el 31 de diciembre. (Ver gráfica 3)

Gráfica 3: Tasa de Interés de Fondeo Bancario, Cambio en el “Corto” y Cambio en la Tasa de Interés de Fondos Federales de los EEUU



1/ Las líneas verticales continuas indican cambios en el “corto” y las punteadas indican cambios en la tasa de Fondos Federales de los EEUU.

Fuente: Reporte anual 2004. Banco de México

Durante 2005 la actividad económica mundial mostró una evolución favorable. El vigor con el que creció la economía mundial, y en particular el de algunas economías asiáticas que en sus procesos productivos hacen un uso intensivo de diversos energéticos, aunado a las restricciones para incrementar la oferta de estos productos, dio lugar a que en el 2005 se registraran incrementos significativos en sus precios. A este resultado también contribuyeron diversas perturbaciones climáticas que afectaron el suministro de algunos energéticos en la segunda mitad del año.

La inflación general en México se redujo sustancialmente a lo largo de 2005, situándose en 3.33 por ciento en diciembre. Ello reflejaba, en gran medida, tanto la reversión de las perturbaciones de oferta que afectaron a la economía en 2004, como los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria. En adición a lo anterior, un comportamiento atípico de los precios de algunas frutas y verduras contribuyó a la rápida reducción de la inflación general en los últimos meses de 2005.

De manera tal, que el Banco de México tomó como viable el invertir la política monetaria restrictiva que hasta 2004 había estado llevando.

Es importante señalar que a lo largo de 2005, especialmente en la segunda mitad del año, las presiones sobre la inflación asociadas al alza en los precios internacionales de diversas materias primas que tuvieron lugar en 2004 se fueron disipando. Al mismo tiempo, se normalizaron las condiciones de oferta de algunos productos agrícolas, que en 2004 se vieron afectadas por fenómenos climáticos extremos. Este entorno, en adición a los efectos de las acciones adoptadas en materia de política monetaria, que dieron lugar a reducciones considerables en la inflación general y en la subyacente. En agosto, la inflación general registró un nivel de 3.95 por ciento y la subyacente uno de 3.28 por ciento. Para el cierre del año dichos indicadores fueron de 3.33 y 3.12 por ciento, respectivamente. De esta manera, los referidos choques de oferta no tuvieron efectos de consideración sobre las negociaciones salariales y, en general, sobre la formación de precios de la economía.

En 2006 la economía mundial registró un crecimiento vigoroso, que se caracterizó por ser más generalizado que en otros años entre las distintas regiones. No obstante, en la segunda mitad del año se observó una desaceleración en el ritmo de expansión de la economía de los Estados Unidos.

En lo que respecta a las presiones inflacionarias, éstas se mantuvieron contenidas al revertirse el aumento en los precios de los energéticos a partir de mediados de 2006 y al desacelerarse la actividad económica en algunos países. Este entorno dio lugar a que durante 2006 se observaran, en general, condiciones de holgura en los mercados financieros internacionales. Dichas condiciones permitieron que los diferenciales de tasas de interés para algunos emisores soberanos de países emergentes continuaran en niveles históricamente bajos. Sin embargo, hacia mediados de año se presentó un episodio de turbulencia en los mercados financieros internacionales, motivado por un incremento en la incertidumbre acerca del curso de la política monetaria en los principales bancos centrales. Dicho episodio resultó ser breve y no dejó secuelas significativas, lo que permitió que en

la segunda mitad del año se observara una recuperación en los mercados de bonos y acciones en las economías emergentes.

Considerando la evolución de la inflación, así como sus perspectivas, en los primeros cuatro meses del año, el Banco de México continuó revirtiendo la restricción monetaria que había adoptado anteriormente. Permitió un relajamiento de las condiciones monetarias internas no mayor a 50 puntos base en enero y no mayor a 25 puntos base, en febrero, marzo y abril. Posteriormente, en el comunicado de política monetaria correspondiente a abril, la Junta de Gobierno destacó que en el futuro previsible no existía espacio para un relajamiento adicional de las condiciones monetarias. Finalmente, en los comunicados correspondientes a los meses de agosto a diciembre, la Junta también decidió mantener sin cambio las condiciones monetarias. Sin embargo, dadas las perturbaciones de oferta que se presentaron en ese periodo, señaló que permanecería atenta a que las expectativas de inflación continuaran bien ancladas y no se contaminara el proceso de formación de precios. Como resultado de estas acciones, la tasa de interés de fondeo bancario se mantuvo en 7 por ciento de finales de abril a diciembre de 2006.

La percepción de una posible transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global y el incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales generó, durante el segundo trimestre del año, un menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. Adicionalmente, en el caso de México, se presentó cierta incertidumbre asociada al proceso electoral federal. Esta situación propició un ajuste al alza en las tasas de interés internas para plazos mayores, lo cual dio lugar a un empinamiento de la curva de rendimientos en el segundo trimestre del año. Por su parte, los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos también se incrementaron en el segundo trimestre del año.

Posteriormente, durante el segundo semestre, parte de los ajustes en los precios de diversos activos y divisas en los mercados emergentes se revirtieron y, además, se disipó la incertidumbre asociada al proceso electoral en los mercados locales. De esta manera, las tasas de interés en moneda nacional para plazos mayores disminuyeron durante la segunda mitad del año. Asimismo, debido a que

la reducción en las tasas de interés de mediano y largo plazo fue mayor en México que en los Estados Unidos, los diferenciales entre ambos países se fueron comprimiendo, alcanzando mínimos históricos hacia finales de 2006.

2007 fue un año difícil para la economía Norteamericana e internacional como reacción a la difícil etapa por la que empezaba a pasar el vecino país: este año marcó claramente el inicio de una dura crisis financiera no sólo en Estados Unidos, sino a nivel mundial.

Aunque los mercados financieros internacionales mantuvieron condiciones holgadas de liquidez durante la primera mitad del año, el agravamiento de las dificultades observadas en el mercado de créditos hipotecarios de menor calidad en Estados Unidos en el segundo semestre del año, generó una crisis en los mercados financieros de ese país y otras economías avanzadas. A pesar del tamaño relativamente pequeño del mercado hipotecario de menor calidad, la crisis afectó de manera significativa a diversas instituciones vinculadas de una manera u otra con este mercado, incluyendo bancos comerciales, aseguradoras de bonos y agencias calificadoras. Además, la combinación de diversos factores propició que estas dificultades dieran lugar a la percepción entre los inversionistas de un mayor riesgo crediticio global. De esta forma, la crisis propició un endurecimiento generalizado de las condiciones crediticias que afectó incluso a instrumentos no relacionados directamente con el problema hipotecario.

Como reacción lógica, durante 2007, la actividad económica en México presentó un menor dinamismo que en el año anterior. El PIB registró un crecimiento real anual de 3.3 por ciento, que se compara con 4.8 por ciento en 2006. Esta desaceleración se originó, principalmente, por un menor crecimiento de la demanda externa, aunque también el gasto interno atenuó su ritmo de expansión. Por su parte, la disminución en el crecimiento de la masa salarial y en los ingresos por remesas del exterior contribuyeron a la desaceleración del gasto de consumo privado.

Con éste entorno económico, el Banco de México tuvo que retomar la política restrictiva en dos ocasiones: En abril, la postura monetaria se restringió de manera preventiva para alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos asociados a la

inflación y evitar que el alza en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas afectaran el proceso de formación de precios y salarios en la economía. Con ello, la tasa de interés de fondeo bancario se incrementó de 7.00 a 7.25 por ciento. Posteriormente, a raíz de una revisión al alza en las previsiones para la inflación y del deterioro en el balance de riesgos correspondiente; y en octubre, una nueva restricción en las condiciones monetarias dio lugar a que la tasa de interés de fondeo bancario se incrementara a 7.50 por ciento. Esta acción tuvo el propósito de contribuir, por un lado, a evitar una posible contaminación del proceso de formación de precios y salarios y, por otro, a moderar las expectativas de inflación.

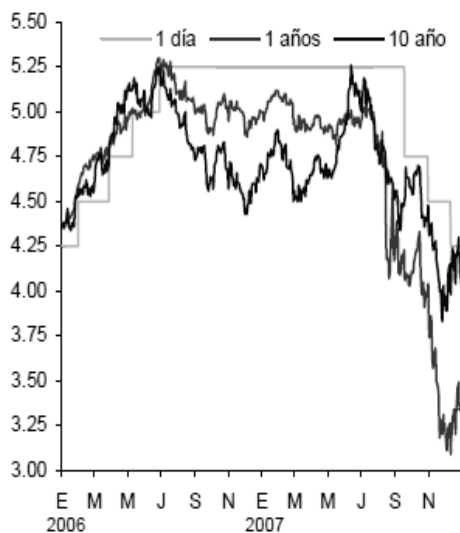
Por otro lado, y en lo que respecta a las tasas de interés, específicamente al comportamiento de la curva de rendimientos, éste estuvo determinado tanto por los efectos de las acciones de política monetaria, como por las condiciones que prevalecieron en los mercados financieros internacionales. Por un lado, las decisiones del Banco de México de restringir las condiciones monetarias en 25 puntos base a finales de abril y de octubre dieron lugar a un incremento en los rendimientos de corto plazo. Por otro, a raíz de los problemas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos, la disminución en el apetito por riesgo a nivel global dio lugar a que durante la segunda mitad del año las tasas de interés de mediano y largo plazo se incrementaran. En particular, después de la restricción de las condiciones monetarias en abril, la curva de rendimientos presentó un “aplanamiento” en el segundo trimestre del año. Un comportamiento similar se presentó en los días posteriores al incremento de 25 puntos base en la tasa de corto plazo en octubre. Sin embargo, este último “aplanamiento” se revirtió durante los meses de noviembre y diciembre debido al aumento en las tasas de interés de mayor plazo que resultó, principalmente, de la disminución en el apetito por riesgo en los mercados internacionales.

El incremento referido en las tasas de interés en México, en combinación con una disminución en las tasas de interés tanto de corto como de mediano y largo plazo en Estados Unidos, dio lugar a que durante el año se presentara un incremento importante en los diferenciales de tasas de interés entre ambos países. La mayor parte de este incremento tuvo lugar durante el segundo semestre del año, cuando

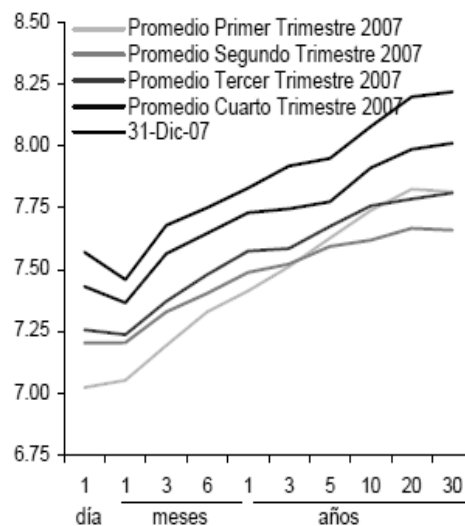
se intensificaron los problemas en el mercado de créditos hipotecarios en Estados Unidos. (Ver gráfica 4).

Gráfica 4: Tasas de Interés en México

a) Tasa de Interés % Anual

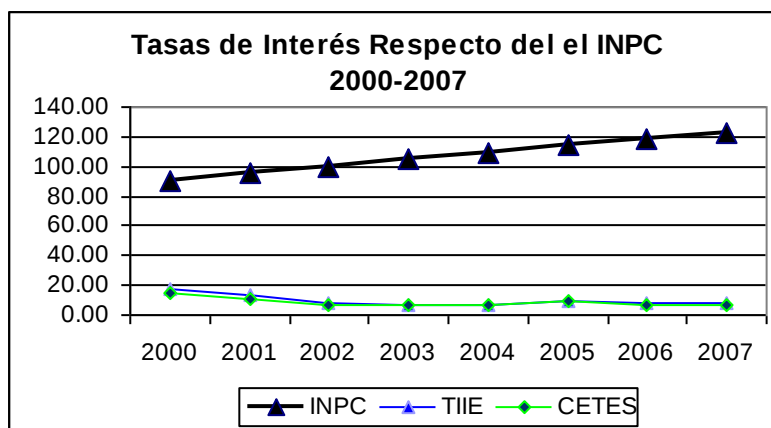


b) Curva de Rendimiento % Anual



Fuente: Reporte anual 2007. Banco de México

En la siguiente gráfica, podremos apreciar como el comportamiento de las tasas de interés durante el periodo de 2000 a 2007 fue estable, y asociadas con el Índice Nacional de Precios al Consumidor, éste último tuvo un comportamiento inverso al de las mismas.



Fuente: Elaboración propia con datos de el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México

4.- Comportamiento Actual del Tipo de Cambio y su Impacto en la Estabilidad Macroeconómica (2000-2007)

Como bien recordaremos, el 22 de abril se adoptó un sistema de cambio por flotación; es decir, que queda determinado libremente por las fuerzas del mercado.

Así pues, Durante 2000, el régimen de flotación cambiaria permitió que el efecto de los diversos factores que generaron incertidumbre de corto plazo con respecto a la evolución de la economía mexicana, fuese absorbido por movimientos transitorios del tipo de cambio. Un claro ejemplo de esta situación fueron las elecciones federales de mediados del año. Así, la incertidumbre asociada al proceso electoral se tradujo en una depreciación temporal del tipo de cambio. Sin embargo, en fechas posteriores a los comicios el tipo de cambio se apreció gradualmente.

La participación del Banco de México consistió en formar parte del mercado cambiario mediante dos mecanismos: el de compra de dólares a través del ejercicio de opciones y el de ventas contingentes de dólares. La compra de dólares por el Banco de México mediante la subasta de opciones de venta se estableció con la finalidad de acumular reservas internacionales.⁹

En 2000 el Banco de México subastó mensualmente opciones de venta de dólares por 250 millones de dólares. Para el año en su conjunto, el total subastado fue de 3,000 millones de dólares, de los cuales se ejercieron 1,844 millones. Como era de esperarse, el ejercicio de las opciones subastadas se concentró en aquellos meses en los que el tipo de cambio mostró una tendencia hacia la apreciación.

En 2000 la variabilidad del tipo de cambio del peso mexicano fue ligeramente inferior a la observada durante 1999, lo que se tradujo en una menor venta de dólares. Así, en 2000 solamente el 8 de junio, el Banco de México realizó una venta contingente, por un total de 200 millones de dólares.

⁹ Dicho mecanismo propicia que las ventas de dólares que los bancos comerciales hacen al Instituto Emisor tengan lugar únicamente cuando el mercado de dólares se encuentra ofrecido y las inhibe cuando el mercado está demandado.

En 2001, el esquema de subasta de opciones que había mantenido la comisión de cambios, cumplió exitosamente con el objetivo para el cual fue creado, permitiendo que el Banco de México incrementara sus activos internacionales de manera importante sin crear distorsiones en el mercado cambiario. En mayo de 2001 se consideró que el nivel alcanzado a esa fecha por el saldo los activos internacionales netos ya no justificaba continuar acumulando a través del referido mecanismo. Por tanto, se decidió suspender su operación hasta nuevo aviso a partir de la subasta a realizarse el 29 de junio de 2001. En lo que respecta al esquema de ventas contingentes de dólares, y con el propósito de mantener la simetría del régimen de flotación vigente, la Comisión de Cambios resolvió suspenderlo a partir del 2 de julio del mismo año.

Durante el periodo en que estuvieron en funcionamiento los mecanismos mencionados (1996–2001), los ingresos de divisas ascendieron a 12,245 millones de dólares (opciones de compra de dólares) y los egresos a 2,228 millones de dólares (venta de divisas). La acumulación de activos a través de las opciones de compra de dólares representó el 27.5 por ciento de la acumulación de activos internacionales netos durante dicho periodo.

Durante 2001 el régimen de flotación cambiaria hizo posible que el efecto de los diversos factores que generaron incertidumbre de corto plazo con respecto a la evolución de la economía mexicana fuese absorbido mediante movimientos transitorios del tipo de cambio. Así, los ataques terroristas del 11 de septiembre en los Estados Unidos dieron lugar a una sensible depreciación, la cual hacia finales de octubre quedó revertida prácticamente en su totalidad.

Cabe señalar que durante 2001 el tipo de cambio mostró una tendencia hacia la apreciación, que al cierre del año resultó de 4.6 por ciento. Este comportamiento se explicó fundamentalmente por la cuantiosa entrada de capitales, atribuible en parte a los siguientes factores: las favorables perspectivas de mediano plazo que se tienen respecto a la economía nacional, la solidez de las cuentas externas de México y la reducción del riesgo país y de depreciación cambiaria.

Para el 2002, durante los primeros tres meses del año el tipo de cambio mostró una tendencia a apreciarse, alcanzando el primero de abril la cotización de 9.01

pesos por dólar. A partir de ese momento la paridad comenzó a depreciarse ubicándose al final de 2002 en 10.40 pesos por dólar y acumulando con respecto al cierre de 2001 una depreciación de 13.5 por ciento.

La trayectoria que mostró el tipo de cambio de marzo a septiembre resultó congruente con el aumento de la percepción del riesgo país ocurrido en el periodo. Sin embargo, en el último trimestre de 2002 el rendimiento neto de la deuda externa mexicana se redujo en alrededor de 96 puntos base, mientras que la moneda nacional se depreció 1.8 por ciento frente al dólar.¹⁰

Los movimientos de la paridad peso/dólar durante 2002 también pudieron haber respondido a factores fundamentales que afectan el desenvolvimiento de variables reales que en el largo plazo son las que determinan el nivel de equilibrio del tipo de cambio en términos reales. Algunos de esos factores pudieron ser los siguientes:

- a) La incertidumbre en cuanto a la recuperación económica en los Estados Unidos durante 2003;
- b) La percepción por parte de los inversionistas, de que ha disminuido la probabilidad de que se lleven a cabo las reformas estructurales que requiere la economía mexicana;
- c) La disparidad que se observó en 2002 entre el incremento de la productividad en el sector de las exportaciones manufactureras de México y la productividad en el ramo manufacturero estadounidense ;
- d) La competencia más intensa que enfrentan las exportaciones mexicanas en el mercado de los Estados Unidos.

¹⁰Uno de los factores que pueden explicar la divergencia entre los movimientos del tipo de cambio y de los indicadores del riesgo país puede ser la correlación positiva entre la paridad peso/dólar y la dólar/euro. Dicha correlación se había presentado hasta junio de 2002 pero ya no se observó en el periodo julio septiembre. Al respecto, la depreciación del peso frente al dólar registrada en el último trimestre de 2002 vino acompañada por una depreciación del dólar frente al euro de 6.3 por ciento. La correlación entre la cotización peso/dólar y la correspondiente dólar/euro pudiera estar asociada al importante flujo de recursos financieros que tiene lugar hacia México proveniente de los Estados Unidos, y el cual resiente la debilidad de la actividad económica en dicho país.

Dados los antecedentes, para 2003, la Comisión de Cambios definió un mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México.¹¹

En éste año, diferentes eventos de origen interno y externo propiciaron algunos episodios de volatilidad en el tipo de cambio. A principios de año se observó una rápida depreciación del peso acompañada de un aumento en la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio. Este comportamiento se debió principalmente a la situación geopolítica prevaleciente, particularmente en virtud del conflicto en Irak, reflejándose en un menor apetito por riesgo.

Una vez que se disipó la incertidumbre geopolítica, las primas de riesgo comenzaron a disminuir. Ello, aunado a las bajas tasas de interés externas que prevalecieron, propició que el diferencial de los bonos de deuda soberana de México con respecto a los bonos del Tesoro de los Estados Unidos se redujera y que las presiones sobre la cotización del peso disminuyeran. Sin embargo, la incertidumbre asociada a la posibilidad de un debilitamiento en la vinculación del ciclo manufacturero mexicano con el de los Estados Unidos, propició que hacia finales del año la cotización del peso frente al dólar se debilitara nuevamente y que las tasas de interés de corto plazo en México aumentaran. Finalmente, es importante destacar que durante 2003 no hubo evidencia de que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio hacia la inflación se incrementara, por lo que las fluctuaciones cambiarias no tuvieron efectos importantes sobre la inflación.

Después de la postura adoptada por la comisión de cambios en marzo del 2003, el monto de dólares subastado diariamente presentó variaciones importantes entre trimestres durante finales de éste año y principios de 2004. Ante ello, se consideró conveniente realizar algunas adecuaciones a este mecanismo para que los montos diarios a vender fuesen más estables entre trimestres. Con estas adecuaciones, se modificó la distribución de las ventas de dólares en el tiempo,

¹¹ La decisión de utilizar este mecanismo respondió a que, en los últimos años, el Banco de México acumuló un monto considerable de reservas internacionales. Aunque el mantener este tipo de activo conlleva importantes beneficios, tales como mejorar las condiciones de financiamiento del país en los mercados internacionales, también genera un costo para el Instituto Central. Dicho costo resulta principalmente de la diferencia entre el rendimiento de dichas reservas y la tasa de interés que se paga por los pasivos emitidos para financiar su tenencia. De hecho, en el margen los beneficios netos de continuar acumulando reservas internacionales son cada vez menores con respecto a sus costos.

mas no el monto total de dólares a subastara partir del trimestre mayo-julio de 2004, del 50 por ciento del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas realizadas en ese mismo periodo, se subasta la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes.

Sin embargo, y a pesar del conflicto bélico de Estados Unidos, durante 2004 y 2005 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Ello debido a la menor incertidumbre geopolítica a nivel global y a las condiciones monetarias de relativa holgura que prevalecieron en el año. Lo anterior dio lugar a una considerable búsqueda por mayores rendimientos que, a su vez, facilitó el flujo de capitales hacia los mercados emergentes, entre ellos México. Este entorno contribuyó a que la cotización del peso frente al dólar permaneciera relativamente estable, con una ligera tendencia hacia la apreciación a finales del año 2005.

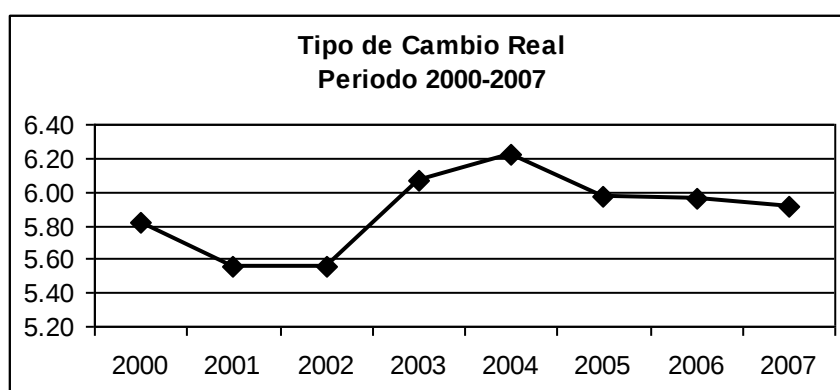
Al igual que en 2004 y 2005, durante los primeros meses de 2006 continuaron las condiciones favorables en los mercados financieros internacionales como consecuencia de la relativa holgura a nivel global. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, durante el segundo trimestre del año la percepción de una posible transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global se vio acompañada de una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y de un menor apetito por riesgo de los inversionistas. Lo anterior dio lugar a un incremento transitorio en las tasas de interés de plazos mayores y en los diferenciales de tasas de interés de deuda soberana en diversos países emergentes. En el caso de México, este ajuste se vio afectado por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral federal, lo cual propició que el ajuste al alza en las tasas de interés internas fuera ligeramente mayor que en otras economías emergentes.

Entonces, es importante señalar que la volatilidad que se presentó en los mercados financieros internos durante el segundo trimestre fue, principalmente, de corto plazo y se disipó gradualmente a lo largo del tercer trimestre. Las tasas de interés de mayor plazo y el tipo de cambio regresaron a los niveles que habían observado antes del episodio de volatilidad.

Durante la primera parte de 2007, las condiciones en los mercados financieros internacionales continuaron siendo, al igual que en los años anteriores, favorables. Sin embargo, durante el segundo semestre tuvo lugar una transición hacia un entorno de mayor volatilidad, caracterizado por un menor apetito por riesgo por parte de los inversionistas. Ello condujo a condiciones más astringentes en los mercados de crédito, reflejadas en un incremento en los márgenes para la colocación de deuda de las economías emergentes y en los diferenciales de tasas de interés de estas economías respecto de las correspondientes en Estados Unidos.

En el caso de México, y debido a que la actividad exportadora es principalmente manufacturera, por lo que el tipo de cambio no presentó una apreciación como la ocurrida en los países mencionados, sino que éste mostró una depreciación nominal de 2.9 por ciento durante el periodo referido.

Entonces, podemos decir, que respecto del tipo de cambio durante el periodo de 2000 a 2007, el poder adquisitivo de la moneda aumentó su valor¹², tal como lo muestra la gráfica siguiente:



Fuente: Elaboración propia con datos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con datos del Banco de México y del Federal Reserve Bank of St. Louis, E.U.

12 El tipo de Cambio Real proporciona una medida de valor del dólar en términos de su poder de compra. Se calcula multiplicando el tipo de cambio nominal por la razón del índice de precios de Estados Unidos y México. Año base 1996.

Conclusiones

Desde mi particular punto de vista, la importancia de conocer la evolución de la política monetaria y el tipo de cambio en nuestro país, radica en que el conocimiento nos da una perspectiva distinta acerca de la economía nacional, y de las razones por las cuales hemos llegado hasta aquí como país y como una “economía emergente”.

Resulta importante también que sepamos entender las consecuencias de pertenecer a un sistema globalizado, donde, de cierta manera, la independencia económica y gubernamental se ve perdida, adoptando así, aquellos reglamentos que nos rigen a todos en conjunto (por ejemplo, los tratados internacionales y la pertenencia a organismos internacionales como la Organización Mundial del Comercio, la Organización de las Naciones Unidas, entre tantos otros).

Al pertenecer a un sistema globalizado, nuestra economía se vuelve vulnerable a las especulaciones, a las alteraciones en los mercados financieros nacionales e internacionales, así como a los incrementos de las tasas de interés y menores ritmos de crecimiento de la actividad económica de Estados Unidos (nuestro principal socio comercial), ya que hemos caído en una gran dependencia en torno a la entrada de capitales provenientes de ese país. Así pues, las políticas a favor del capital financiero internacional, recrudecen los problemas estructurales del subdesarrollo, los cuales mantienen latentes el desequilibrio externo, y actúan como limitantes del crecimiento económico, impidiendo la aplicación de políticas orientadas a la expansión y crecimiento de nuestra economía.

Así mismo, cabe señalar que dentro de ésta economía liberalizada existen aspectos positivos, como la internacionalización de nuestra cultura y productos; la libre competencia de productos y capitales; pero sobre todo, el acceso al financiamiento que obtenemos de otros países por medio de los mercados financieros y las instituciones como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Por medio de éstos organismos se nos facilitan ingresos para asegurar la estabilidad financiera, el comercio internacional, promover el empleo y el

crecimiento económico sustentable y reducir la pobreza. Apoyan también en los rescates financieros por medio de iniciativas y recursos para reactivar el crecimiento económico, por medio de asesoría técnica, y principalmente, intentando prevenir a los países, a través del monitoreo constante del crecimiento financiero y económico de aquellos países que los integran.

Así podemos entender como la política monetaria del país ha ido evolucionando y adecuándose al entorno internacional, procurando apegarse a planes nacionales e internacionales para obtener recursos vía financiamiento.

En definitiva, de 1990 al año 2007 ocurrieron sucesos que marcaron un rumbo distinto para la economía mexicana y sus pasadas, presentes y futuras políticas monetarias.

Bibliografía

- Aspe Armella, Pedro. El Camino Mexicano de la Transformación Económica, Ed. F.C.E., México 1993.
- Girón González, Alicia y Correa Eugenia (Comp.), Crisis y Futuro de la Banca en México, Ed. Porrúa-UNAM, México 2002.
- Girón González Alicia, Crisis Financiera, Ed. Ilec-Porrúa, México 2002.
- Huerta G. Arturo, *La política Monetaria y Cambiaria de la Globalización en los países en desarrollo*, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (Comp.), Globalización Financiera e Integración Monetaria. Una perspectiva de los Países en Desarrollo, UNAM-DGAPA-Miguel Ángel Porrúa, México 2002.
- Huerta G. Arturo, La política Neoliberal de Estabilización en México, Ed. Diana 1994.
- Huerta G. Arturo, Liberalización e Inestabilidad Económica en México, ED. Diana 1992.
- Mántey, Guadalupe. Lecciones de Economía Monetaria, Ed. UNAM, México 1997.
- Parkin, Michel y Esquivel Gerardo. Macroeconomía, Quinta Edición. Ed. Addison Wesley, México 2001.
- Sitio web del Banco de México: www.banxico.org.mx
- Sitio Web del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la Cámara de Diputados: www.cefp.gob.mx