



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO Y SU
IMPACTO EN EL SISTEMA FINANCIERO
MEXICANO.(1994 - 2000)**

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
SALVADOR MEDINA RAMÍREZ

ASESORA: DRA. NOEMÍ LEVY ORLIK.



MÉXICO, DF, CIUDAD UNIVERSITARIA

2003



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Dedicado a todos aquellos que buscan la verdad y un mundo más justo.

*We have been called to accept,
To discuss, to analyze
the status quo and its needs for hegemony.
Let us work for its continuance and not
question its effects.
For our responsibility is to the bidding of the
supplier of our paychecks and not humanity.
And compassion for and commitment to
the starving
the sick
the estranged
the oppressed
the imprisoned
Is irrelevant to
our research
our teaching
our advocacy
our identity as economists.*

(Declaración inicial, sobre la pobreza de la economía convencional, realizada en el programa de la Unión para la Política Económica Radical) [Wachtel, 1968, p. 18]

INDICE

PRESENTACIÓN Y AGRADECIMIENTOS:	1
INTRODUCCIÓN	3
CAPÍTULO 1. MARCO TEÓRICO: DINERO Y POLÍTICA MONETARIA	9
1. EL PENSAMIENTO DOMINANTE	10
1.1. EL PENSAMIENTO MONETARISTA	10
1.1.1. El enfoque de la balanza de pagos (EBP)	15
1.2. HICKS Y LA SÍNTESIS NEOCLÁSICA KEYNESIANA	16
1.3. LA ESCUELA DE LAS EXPECTATIVAS RACIONALES	19
1.4. LA ESCUELA NEOLIBERAL	22
1.5. NUEVOS KEYNESIANOS	27
2. EL ENFOQUE DE LA DEMANDA AGREGADA	31
2.1. EL PENSAMIENTO DE KEYNES	31
2.2. LA REVALORIZACIÓN DE KEYNES POR LOS POSTKEYNESIANOS	37
2.2.1. El enfoque horizontalista	37
2.2.2. El enfoque verticalista o estructuralista	41
2.2.3. La hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) de Minsky	44
3. CONCLUSIONES	51
CAPÍTULO 2. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	55
1. DEFINICIÓN E IMPORTANCIA DE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	56
2. DEBATE TEORICO SOBRE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN	57
2.1 MONETARISTAS	58
2.2 LA INTERPRETACIÓN POSTKEYNESIANA	59
2.3 EL CANAL CONVENCIONAL DE LA TASA DE INTERÉS: HICKS.	63
2.4 EL CANAL DEL PRECIO DE LOS ACTIVOS: Q´ DE TOBIN , EFECTO RIQUEZA Y BIENES DURADEROS	64
2.5 EL CANAL CREDITICIO	67
2.6 TIPO DE CAMBIO	71
2.7 CONSIDERACIONES FINALES	74
3. CAMBIOS INSTITUCIONALES Y LA POLÍTICA MONETARIA	75
3.1 MODIFICACIONES EN LA IMPLEMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO	76
3.2 PAÍSES INDUSTRIALIZADOS	80
3.3 PAÍSES EN DESARROLLO	82
4. CONCLUSIONES	85

INDICE	II
<u>CAPÍTULO 3. LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO (1995-2000)</u>	<u>89</u>
1. ANTECEDENTES DE LA POLÍTICA MONETARIA. (1987-1994)	91
1.1 PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN NEOLIBERAL	91
1.1.1 Ajuste fiscal y desincorporación estatal	93
1.1.2 Programa de apertura externa	94
1.1.3 Programa de desregulación financiera y fortalecimiento del mercado bursátil	95
1.2 POLÍTICA CAMBIARIA Y MONETARIA (1987-1994)	97
1.3 GÉNESIS DE LA CRISIS DE 1994	101
2. LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA (1995-2000)	106
2.1 MODIFICACIONES AL MARCO OPERATIVO E INSTRUMENTAL DE LA POLÍTICA MONETARIA	107
2.2 INTERPRETACIÓN CONVENCIONAL	110
2.3 INTERPRETACIÓN POSTKEYNESIANA	119
3. CONCLUSIONES	130
<u>CAPÍTULO 4. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO (1995-2000)</u>	<u>133</u>
1. BANCOS COMERCIALES	134
1.1 CARTERAS VENCIDAS Y SUS EFECTOS	134
1.2 REDUCCIÓN DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO Y FUENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO	138
1.3 GANANCIA BANCARIA ANTE LA SITUACIÓN ECONÓMICA	143
2. MERCADO BURSÁTIL	148
3. CONCLUSIONES	152
<u>CONCLUSIONES GENERALES</u>	<u>153</u>
<u>ANEXOS</u>	<u>161</u>
<u>BIBLIOGRAFÍA</u>	<u>169</u>

INDICE DE CUADROS Y GRÁFICAS

CUADROS

Cuadro 1.1: Resumen de las Principales Posiciones Teóricas y sus Recomendaciones de Política Monetaria	53
Cuadro 2.1: Mecanismos de Transmisión y Teoría Económica	74
Cuadro 2.2: Teoría Económica y Síntesis de Supuestos	75
Cuadro 2.3: Fechas de Abandono de las Variables Intermedias en la Experiencia Internacional.	76
Cuadro 2.4: Versión Convencional del Mecanismo de Transmisión	78
Cuadro 2.5: Ejecución de la Política Monetaria	79
Cuadro 2.6: Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria	87
Cuadro 3.1: Déficit del Sector Público en México 1987-1995.	93
Cuadro 3.2: Cambios Institucionales en México 1989-1993	96
Cuadro 3.3: Saldo de la Cuenta Corriente de México, 1989-1994.	98
Cuadro 3.4: Inflación, Tasa de Interés Nacional y Diferencial con la Tasa Internacional, 1988-1994.	99
Cuadro 3.5: Flujos Exteriores Netos en México, 1988-1994.	99
Cuadro 3.6: México, Reservas Internacionales Menos Oro.	105
Cuadro 3.7: Compra de Dólares por Medio del Mecanismo de Subastas, Montos Subastados.	108
Cuadro 3.8: México, Objetivos Inflacionarios e Inflación Observada, 1995 – 2000.	115
Cuadro 3.9: Balanza de Pagos de México 1994 – 2000, Cuentas Selectas.	125
Cuadro 3.10: México, Inversión Extranjera en el Mercado de Valores e Inversión Directa. 1995 – 2000. (Millones de Dólares)	126
Cuadro 3.11: México, Estructura Porcentual de los Recursos Líquidos en la Economía.	129
Cuadro 4.1: México, Tasas de Interés Selectas, 1994-2000.	135
Cuadro 4.2: México, Cartera Vencida de la Banca Comercial, 1994-2000	136
Cuadro 4.3: Programas de apoyo a la Banca Comercial.	137
Cuadro 4.4: Fechas de Intervención, adquisición y Fusión de Instituciones Crediticias en México, 1994-2000.	138
Cuadro 4.5: Tasa activa, Tasa Pasiva Bancaria y Margen de Intermediación Financiero 1994-2000.	139
Cuadro 4.6: Motivos por los cuales las Empresas no Usaron Crédito Bancario 1998-2000.	140
Cuadro 4.7: Financiamiento No Bancario al Sector Privado. 1994-2000.	143
Cuadro 4.8: Fuentes de Financiamiento de las Empresas, 1998-2000.	143
Cuadro 4.9: Inversión en Valores y depósitos de la Banca Comercial, 1998-2000.	146
Cuadro 4.10: Tasas de Interés de Cetes a 28 Días, Tasa Bancaria Pasiva y de Depósitos, 1994-2000.	146
Cuadro 4.11: Estructura Porcentual de los Principales Renglones que Generan Ingresos por Intereses, 1998-2000.	147
Cuadro 4.12: Número de Empresas que Cotizan en la BMV, 1995-2000.	149
Cuadro 4.13: Inversión Extranjera en el Mercado de Capitales, 1994-1995.	150
Cuadro 4.14: Inversión Extranjera en el Mercado de Dinero, 1994-2000.	150
Cuadro A.1: Concertaciones Económicas y sus Principales Medidas	161
Cuadro A.2: Estadísticas Selectas de México 1982-1987	162

Cuadro A.3: Producto Interno Bruto de México 1988-2000.	162
Cuadro A.4: México, Crédito Bancario y Su Proporción Con Respecto al PIB, 1988–2000	162
Cuadro A.5: México, agregados Monetarios y su Proporción Con Respecto al PIB, 1988–2000.	163
Cuadro A.6: Límites* Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno de Banxico y Saldos Observados, 1995–2000.	163
Cuadro A.7: Costos Estimados del Rescate de la Banca Mexicana.	164
Cuadro A.8: México, Tipo de Cambio Nominal, Real e Índice de Sobrevaluación o Subvaluación Cambiaria, 1988-2000.	164
Cuadro A.9: México, Base Monetaria Por sus Fuentes, 1988-2000.	165
Cuadro A.10: México, Composición del Crédito Interno de Banco de México, 1995-2000.	165
Cuadro A.11: México, Base Monetaria Por sus Fuentes 1996-2000.	166
Cuadro A.12: México, Mecanismo de Opciones Para la Compra de Dólares de Banxico, 1996-2000.	166
Cuadro A.13: México, Base Monetaria Observada y Pronosticada, 1997- 2000.	167
Cuadro A.14: México, Tasas de Interés, 1988-2000. (%)	168

GRAFICAS

Grafica 1.1: Marco del Modelo IS–LM	18
Grafica 1.2: Modelo de Racionamiento del Crédito de Los Nuevos Keynesianos	30
Gráfica 1.3: Modelo de Endogeneidad Monetaria Horizontalista	39
Gráfica 1.4 Modelo de Endogeneidad Monetaria Estructuralista	43
Gráfica 1.5 Condiciones de Financiamiento e Inversión	48
Gráfica 3.1: Evolución de la Base Monetaria y sus Fuentes en México, 1988-1994.	100
Gráfica 3.2: México, Tipo de Cambio Real. Índice de Sub o Sobrevaluación, 1988-1994.	102
Gráfica 3.3: México, Límites Trimestrales a las Variaciones del Crédito Interno Neto y Saldos Observados, 1995 –2000.	116
Gráfica 3.4: México, Desviación Porcentual de la Base Monetaria con Respecto al Pronostico, 1997 –2000.	117
Gráfica 3.5: México, Inflación y Monto del Corto, 1995 –2000.	117
Gráfica 3.6: México, Tasa de Interés y Monto del Corto, 1995 –2000.	118
Gráfica 3.7: México, Base Monetaria y Fuentes 1995 –2000.	118
Gráfica 3.8: Tasa de Interés de México y EUA, 1995-2000.	120
Gráfica 3.9: Tasa de interés de México e inversión extranjera en la BMV 1994-2000.	121
Gráfica 3.10: Tipo de Cambio y Monto del Corto, 1995-2000.	122
Gráfica 3.11: Tipo de Cambio e Inflación, 1995-2000.	123
Gráfica 3.12: Índice de Sub o Sobre Valuación del Tipo de Cambio e Inversión Extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores, 1993-2000.	124
Gráfica 3.13: México, Evolución del Crédito Otorgado por Banxico, 1995 –2000.	127
Gráfica 3.14: México, Indicadores de Profundidad Financiera, 1994-2000.	128
Gráfica 4.1: Tasas de Interés Selectas de México, 1994-2000.	135
Gráfica 4.2: Cartera Vigente de la Banca Comercial Mexicana, 1994-2000.	141
Gráfica 4.3: Financiamiento al Sector Privado del País, Bancario y Fuentes Alternativas, 1997-2000.	142
Gráfica 4.4: Inversión en Valores y depósitos de la Banca Comercial, 1998-2000.	145

PRESENTACIÓN Y AGRADECIMIENTOS:

Hace algunos años atrás, he de admitir, pensé seriamente en abandonar la carrera de economía debido a que estaba, y sigo estando, en contra de los dogmas y convencionalismos que la rodean. La Huelga de la UNAM en 1999-2000 me dio el tiempo para reflexionar esta posición y gracias a mi breve estancia en el Instituto Tecnológico Autónomo de México, donde me percaté que pueden existir lugares donde los dogmas y convencionalismos son llevados al extremo, decidí regresar a la Facultad de Economía, pues descubrí que en realidad no era nada mala la educación que recibía. A mi regreso mi fortuna fue grande al tomar clases con el Dr. Arturo Huerta González, ya que descubrí un pensamiento alternativo con el cual comulgue inmediatamente: el pensamiento postkeynesiano. Mi simpatía por esta corriente de pensamiento económico se debe a que nació como respuesta a los convencionalismos económicos, siempre en busca de la verdad objetiva y con un verdadero compromiso social, cosas que únicamente había encontrado en la teoría marxista y que a mi parecer carece la teoría convencional económica, cada vez más empeñada en la estilización matemática con supuestos irreales.

Gracias a este descubrimiento logré comprender muchos fenómenos económicos y también gané muchas dudas sobre los mismos. En este sentido, la más grande inquietud que desarrolle fue la política monetaria y su relación con el sistema financiero. Posteriormente, cuando llegó el tiempo de escoger un tema para la realización de una tesis, mi elección fue obvia: decidí estudiar la política monetaria y su impacto sobre el sistema financiero, en el periodo de tiempo más reciente en México.

La elaboración del trabajo tuvo, desde el principio, el objetivo de generar conocimientos y poder descubrir las causas de fenómenos de los cuales yo no comprendía,

desde una visión alternativa a la convencional, pero siempre tomando en cuenta lo que ésta tenía que decir al respecto. A mi parecer cumplí con mi objetivo y logre describir los hechos desde un punto realista basándome en la teoría postkeyensiana. Además, espero que con ello el lector logre comprender la situación general por la que pasa la economía mexicana y que de alguna forma sirva para eliminar los convencionalismos que se han generado alrededor de los temas monetarios, y así sentar las bases de las soluciones que requieren los problemas de la economía mexicana.

Por ultimo quiero agradecer a aquellos que han hecho posible la elaboración de esta tesis y la obtención de tantos conocimientos:

Al Dr. Arturo Huerta por introducirme a la teoría postkeynesiana, y abrirme a un mundo de ideas novedosas. A la Dra. Noemí Levy Orlik por el tiempo, la paciencia y la ayuda que me brindó para la elaboración de esta tesis. A Azalea del Carmen y a Pablo Góngora que revisaron versiones preliminares de este trabajo, e hicieron comentarios valiosos al mismo.

Al Lic. Gustavo González y C.P. Guillermo Cigales que me brindaron la oportunidad de colaborar con ellos en Banco de México y obtener conocimientos derivados de la praxis, que fueron muy útiles para esta tesis.

A todos aquellos que gracias a su apoyo indirecto y/o amistad y/o fe en mí, me permitieron elaborar este documento: Laura Alarcón, Giselle Garduño, Mariana Valenzuela, Gabriela Espino, Alejandro Díaz, Oscar de Carcer, Aarón Soto, y Edgar Jaime.

A mis Abuelos y especialmente a mi Madre, que sin su apoyo, todos estos años, no hubiera logrado escribir el presente trabajo.

SALVADOR MEDINA RAMÍREZ

INTRODUCCIÓN

Durante las últimas décadas del siglo veinte, la economía mexicana sufrió innumerables transformaciones como consecuencia de la modificación de su estructura financiera y económica, resultado del abandono del modelo de sustitución de importaciones y a la adopción del “modelo neoliberal”. Dichas circunstancias implicaron el retiro del Estado de la actividad productiva, la privatización de las empresas públicas, la desregulación y la globalización del sistema financiero, así como la apertura comercial, a la par de la adopción de políticas fiscales y monetarias restrictivas. En 1982 dio comienzo la imposición del nuevo modelo de acumulación, cuyo eje principal lo constituyeron los mecanismos de mercado y, su aplicación, significó la desaparición de los mecanismos de regulación estatal. Posteriormente, hacia 1987, se inicia un periodo de consolidación de dicho modelo a raíz del surgimiento de los Pactos de Solidaridad Económica.

Siete años después, en diciembre de 1994, tiene lugar una de las peores crisis económicas de la historia moderna de México, fiel reflejó de una débil estructura financiera del nuevo modelo de producción. Sus causas fueron diversas pero, principalmente, se le adjudico a la *política monetaria* una gran responsabilidad debido a que el uso del tipo de cambio, como ancla anti-inflacionaria, por parte del Banco Central, provocó una sobrevaluación cambiaria que, a su vez, generó fuertes desequilibrios externos en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En consecuencia, durante el periodo post crisis la implementación de la política monetaria se adecuó con el propósito de eliminar las imperfecciones que provocaron la paralización económica.

A la luz de la distancia, valdría preguntarse sí los cambios en la política monetaria fueron apropiados y lograron la estabilización del sistema financiero junto con un

crecimiento económico o, si bien, aquellos no beneficiaron a la estabilidad financiera y, por ende, tampoco al crecimiento de económico.

La tesis presente persigue como objetivo plantear una respuesta a la interrogante citada. Para tal efecto, el estudio se enfocara en el periodo 1995-2000, pues éste permite el examen de los alcances de los ajustes implementados por las autoridades monetarias, a raíz de la crisis de diciembre de 1994, así como la conducción de la política monetaria. Asimismo, será necesario revisar los antecedentes inmediatos, localizados en el periodo 1987-1994, con el fin de establecer las bases comparativas con la etapa de estudio respectiva.

La hipótesis central de este trabajo es que la política monetaria, a pesar de sus cambios a nivel operativo e instrumental, procuró la estabilidad del tipo de cambio mediante la manipulación de la tasa de interés, a fin de lograr la consecución de su objetivo final: el control de la inflación. Además, su implementación actuó en detrimento de la actividad productiva e impactó al sistema financiero en tres formas:

- 1) La política monetaria, con el uso del canal del tipo de cambio, generó inestabilidad financiera y aceleró de forma activa la crisis bancaria.
- 2) La política monetaria no contribuyó a crear condiciones de pagos que garantizaran la estabilidad del sistema financiero.
- 3) La política monetaria alentó la especulación en el mercado de valores, impidiendo el financiamiento de largo plazo.

Por lo tanto, durante este periodo la política monetaria aumentó el divorcio entre el sector real y el financiero, trayendo consigo secuelas negativas para la dinámica interna de las relaciones de producción.

Con el propósito de sustentar estas aseveraciones, el trabajo constara de dos partes. La primera de ellas conformará el marco teórico-histórico que propone las bases analíticas del tema y se constituye de dos capítulos.

El primer capítulo aborda, propiamente, el marco de conceptos que permite analizar la política monetaria en México, en el periodo 1955-2000. Esto es posible gracias a un escrutinio teórico del papel del dinero y la política monetaria en la economía desde dos distintos enfoques: a) El paradigma “convencional” que sugiere al dinero como neutral por sus efectos en la economía y asigna a la política monetaria el papel del control de la inflación. En esta exposición se estudiara la teoría neoclásica, la síntesis neoclásica keynesiana, la escuela de las expectativas racionales, la teoría de la liberalización financiera y los nuevos keynesianos. b) El enfoque de la demanda efectiva que supone características opuestas del dinero. Los pensadores que la sustentan señalan que el dinero no es neutral ni tiene circulación estable y, proponen a la política monetaria como una herramienta anticíclica. En este enfoque se considera los planteamientos de Keynes y los postkeynesianos (estructuralistas y horizontalistas).

En el segundo capítulo se exponen los mecanismos de transmisión, construyendo los cimientos necesarios para el estudio del sistema financiero mexicano. Este tema se trata sobre la base de los paradigmas dominantes ya planteados en el primer capítulo y, a su vez, se resalta las diferencias entre países desarrollados y los que están en vías de desarrollo. Igualmente, se somete a revisión la forma en que los cambios del sistema financiero internacional impactaron en la implementación de la política monetaria, a fin de entender la fase histórica durante el periodo escogido.

La segunda parte de la tesis se dedica, al análisis empírico del caso mexicano y contiene dos capítulos, mismos que guardan un orden consecutivo respecto al apartado

anterior. El primero de estos, se estudia la política monetaria propia del periodo 1995-2000, así como sus antecedentes inmediatos situados en el periodo 1988-1994, enfatizándose en la descripción de los mecanismos de transmisión empleados por las autoridades monetarias. Cabe señalar que el análisis contempla dos puntos de vista: el convencional y el post-keynesiano. El propósito es lograr un contraste entre sus diferencias, así como establecer cuál es el marco teórico más adecuado para el análisis del sistema financiero.

El cuarto capítulo examina el impacto de la política monetaria sobre el sistema financiero mexicano, en el periodo 1995–2000, en su búsqueda de la estabilidad financiera. Este estudio se enfoca únicamente en los efectos sobre el sector bancario comercial y bursátil.

Finalmente, en el quinto capítulo, se presentan las conclusiones generales, donde se valoran los objetivos del presente trabajo con respecto a su tesis principal.

Por último, se debe de mencionar que las fuentes de datos utilizadas provienen del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), el Banco de México (BANXICO), el Fondo Monetario Internacional (FMI), y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNVB). Con respecto a este último acervo de información, debe resaltarse que sus datos no son uniformes para todo el periodo 1988–2000, debido a tres razones: 1) la CNBV es creada a partir de la fusión, en 1995, de la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores, lo cual alteró la forma de presentación de las estadísticas; 2) en 1997 tiene lugar un cambio de metodología en la presentación de los balances bancarios; 3) la crisis bancaria y los procesos de fusión modificaron la información contable de las instituciones de crédito, así como su presentación.

Por otra parte, información específica sobre el sistema financiero no se encuentra disponible para todo el periodo de estudio, porque comenzó a producirse después de la

crisis de 1994 con el fin de mejorar la supervisión del sistema financiero. Un par de ejemplo de lo anterior son las encuestas sobre el financiamiento de las empresas, que inician en 1997, y las estadísticas del Sistema de Ahorro para el Retiro, que comienzan en 1992.

CAPÍTULO 1. MARCO TEÓRICO: DINERO Y POLÍTICA MONETARIA

El dinero ha representado un objeto de estudio aún antes de la aparición de la economía como disciplina formal de la humanidad. Dentro del análisis económico, el dinero constituye un tema polémico debido a que las distintas escuelas del pensamiento económico no han adoptado un consenso sobre su papel y efectos dentro de la economía; solo se ha soslayado su importancia.

Además, esta mercancía no está considerada por igual dentro de la teoría económica, pues por un lado hay quienes consideran al dinero como una mercancía común que no tiene efectos importantes sobre la economía (neutralidad del dinero), y otros como una mercancía particular por sus efectos sobre la economía (valor no neutral). Estas concepciones disímiles dan como resultado *políticas monetarias*¹ antagónicas, lo que genera una controversia.

El objetivo de este capítulo es el de presentar las diferentes posturas teóricas sobre el dinero y la política monetaria, de acuerdo a sus distintos supuestos y conceptos. Dentro del análisis solo utilizaremos dos visiones económicas, el pensamiento convencional y el pensamiento de la demanda agregada, dejando fuera el pensamiento marxista.

En el primer apartado se expone inicialmente el paradigma convencional y, posteriormente, se estudia el tema desde la perspectiva del enfoque de la demanda agregada. Esto con el fin de marcar sus diferencias y construir un marco teórico que permita examinar la política monetaria de México.

¹ “El término **política monetaria** se refiere a las acciones tomadas por los bancos centrales para afectar las condiciones monetarias y otras condiciones financieras en busca de los objetivos generales de crecimiento sostenido del ingreso real, alto empleo, y estabilidad de precios”, Lindsey and Wallich, 1987, p. 508

1. EL PENSAMIENTO DOMINANTE

En esta sección se analizará el pensamiento dominante que se basa en los preceptos de los economistas clásicos (Walras, Wicksell, Ricardo, etc.). Con el propósito de analizar sus supuestos y propuestas de política monetaria, dividiremos este pensamiento entre las escuelas económicas que lo constituyen: el pensamiento monetarista, el pensamiento de síntesis neoclásica keynesiana, la escuela de las expectativas racionales, la escuela “neoliberal” y los nuevos keynesianos. Cada escuela se abordará en apartados diferentes.

1.1. El pensamiento monetarista

El monetarismo surge como un pensamiento teórico que postula que el aumento en la cantidad de dinero en circulación por parte de las autoridades monetarias es incapaz de influir en las variables reales (e.i. producción, inversión, empleo), con excepción del corto plazo, pues a largo plazo sólo incrementará los precios de las mercancías. Además, definen a la tasa de interés como un fenómeno real. Este pensamiento se basa en la teoría cuantitativa de la moneda, de la cual existen tres versiones: el enfoque de Cambridge, la corriente fisheriana y la teoría monetaria de Friedman.

a) La corriente fisheriana

Esta corriente fue expuesta por Irving Fisher, basándose en la ecuación cuantitativa:

$$M \times V = P \times T$$

Donde P = precios, T = volumen de transacciones, M = oferta monetaria, V = velocidad del dinero. Fisher consideraba al dinero exclusivamente como un medio de cambio y supone a la velocidad de circulación estable (V), ya que estaba determinada por las prácticas comerciales que no varían rápidamente en el tiempo. Al volumen de transacciones (T) se le considera sujeto a la disponibilidad de recursos; por tanto es independiente de M , de V y de P ó, en otras palabras, se da por predeterminado. Bajo estos

supuestos, un aumento de la oferta monetaria (M) producirá un incremento proporcional en los precios (P).

b) La corriente de Cambridge

Este pensamiento también se basa en la teoría cuantitativa del dinero, formulada de la siguiente manera:

$$M \times V = P \times Y \text{ o } M = ky$$

Donde P = precios, Y = ingreso, M = oferta monetaria, V = velocidad del dinero, $y = PY$ y $k = 1/V$. Se considera a V y Y como valores fijos o estables. El primero (V) debido a que las preferencias de los agentes se encuentran definidas, y el ingreso, se considera fijo si éste es el de pleno empleo (sin externalidades). De esta forma, existe una relación directa entre precios y oferta monetaria, resultando en: $P = M$; esto indica que el principal determinante de los precios es la oferta monetaria.

Marshall, postulador de esta corriente, menciona que la velocidad del dinero es estable más no constante. Las variaciones en la velocidad del dinero pueden deberse a cambios en los hábitos de los agentes y, si esto sucede las variaciones de la oferta monetaria ya no provocaran variaciones proporcionales en los precios, inclusive podrían variar los precios sin que la oferta monetaria fluctuase.

Cabe destacar que Marshall no sólo juzga al dinero como medio de cambio, también lo considera como un activo financiero, lo cual implica una flexibilización de la posición monetarista y un avance con respecto a Fisher.

Es importante mencionar que estos pensamientos (corriente fisheriana y de Cambridge) suponen a la tasa de interés como un fenómeno real determinado por factores reales (productividad del capital y frugalidad de los ahorradores) e independientes de la oferta monetaria. Por otra parte, establecen que la tasa de interés nominal tendrá dos

componentes: la tasa real de interés más la tasa de inflación esperada que dependerá de la oferta monetaria.

“En estos modelos, la oferta monetaria no puede influir sobre la tasa de interés real; únicamente puede llegar a afectar la tasa nominal a través de su influencia sobre las expectativas de inflación” (Mántey, 1997: 99). Así, un aumento de la oferta monetaria puede elevar la tasa nominal de interés por su relación directa con los precios; entonces, las *políticas monetarias* expansivas aumentan la tasa de interés en vez de disminuirla, aunque se acepta que a muy corto plazo puede incidir en la producción.

Por último, ambas corrientes presuponen a la oferta monetaria como *exógena*, o sea, que es determinada fuera del sistema económico y son las autoridades monetarias quienes pueden controlarla; consecuentemente la *política monetaria* tiene un efecto predecible.

c) La teoría monetaria de Friedman

Este enfoque fue expuesto por Milton Friedman, basándose en la corriente de Cambridge, establece al dinero como un activo financiero y no sólo como un medio de cambio.

Friedman define a la demanda de dinero de la siguiente manera:

$$\frac{M}{P} = f(r_b, r_c, \frac{dP}{dt}, Y, W, u)$$

Donde M/P = cantidad real de dinero demandada, Y = ingreso permanente, W = riqueza, u = elementos erráticos al azar, r_b = la tasa de interés de los bonos, r_c = la tasa de ganancia sobre las acciones, y dP/dt = la tasa de crecimiento de los precios. La oferta monetaria se considera exógena, al igual que en las anteriores corrientes.

Para observar los efectos de la moneda sobre los precios, específicamente de la oferta monetaria, es necesario despejar (P) de la ecuación de la demanda de dinero:

$$P = \frac{M}{f(r_b, r_c, \frac{dp}{dt}, Y, W, u)}$$

Y si se los factores $(r_b, r_c, \frac{dp}{dt}, Y, W, u)$ se establecen como dados,² el efecto principal sobre los precios será determinado por la oferta monetaria.

Si se supone un incremento de la oferta monetaria tal que sea mayor a la demanda de dinero, esto provocará un incremento en los saldos de los agentes (mayor demanda agregada) y diversos efectos sobre los precios de bienes, servicios, bonos y acciones. Para eliminar el excedente de dinero, tendrá lugar alguna de las siguientes situaciones:

- I. Se incrementará el nivel de precios de los bienes y servicios. Está se dará si la economía se encuentra en pleno empleo, ya que, ante estas condiciones, un aumento de la demanda agregada no podrá ser satisfecho por la oferta de bienes y servicios, resultando un ascenso de los precios.
- II. Se creará un crecimiento del ingreso real. Esto solo sucede si la oferta de bienes y servicios es capaz de igualar el acrecentamiento de la demanda, situación que ocurriría en caso de no existir pleno empleo (capacidad ociosa).
- III. Se producirá un aumento del precio de los bonos y las acciones. Esto se debe a que la mayor cantidad de dinero resultará en una mayor demanda por parte de las empresas y los consumidores, por bonos y acciones que elevan su precio. Friedman considera a r_b y r_c como valores estables y, por lo tanto, ante incrementos en el precio de los bonos y acciones no existirá crecimiento en las ganancias de capital.

² Friedman plantea a la tasa de interés de los bonos y la tasa de ganancia sobre las acciones estables en el tiempo, ya que los considera dependientes de factores reales (productividad del capital y frugalidad de los ahorradores) que no varían rápidamente en el tiempo.

En este enfoque puede apreciarse que una política monetaria activa es factible sólo cuando ocurre debajo del nivel de pleno empleo, lo que afecta al sector real. En caso contrario, Friedman acepta que es posible aplicar la política monetaria a muy corto plazo para elevar el ingreso; no obstante, el aumento de precios resultante en el largo plazo lo neutralizará. Este proceso generara inflación, situación no deseada.³

Friedman no recomienda usar la política monetaria con fines de estabilización, debido a los retardos que podrían provocar un ascenso de los precios antes que el ingreso. Se realizaron estudios sobre los retardos donde “... se estima que estos periodos pueden llegar a ser de doce a dieciocho meses” (Stanford, 1982: 37); los cuales dependen del nivel del empleo de la economía, la naturaleza de las instituciones monetarias y los convencionalismos de la economía.

Consecuentemente, tanto en épocas de recesión como de crecimiento no se propone modificar la política monetaria, pues, aunque redujese la tasa de interés nominal vía expansión de la oferta monetaria, en el largo plazo ésta se incrementaría debido a las expectativas inflacionarias.⁴ Como resultado la inversión se detendrá y, además, “el aumento del empleo no será permanente, ya que los trabajadores tardan en adaptar sus expectativas de precios a la inflación, consintiendo en trabajar con salarios rígidos mientras los precios de bienes y servicios aumentan. A largo plazo, ellos advertirían su error y cuando demanden salarios reales, la tasa de desempleo volverá a su nivel natural” (Mantey, 1997: 108).

³ La inflación se considera perjudicial para la actividad económica, por su efecto negativo sobre el poder adquisitivo y porque genera incrementos de la tasa de interés.

⁴ Friedman considera a la tasa de interés nominal como la suma de la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación; por lo tanto, incrementos de la oferta monetaria incrementarán las expectativas inflacionarias y, con ella, la tasa nominal de inflación.

“De estos factores se deduce que en la política monetaria deben de evitarse los cambios abruptos y frecuentes en las existencias de dinero. En cambio, la teoría cuantitativa moderna integra a su política monetaria el crecimiento uniforme de las existencias del dinero. Se dice que la política más apropiada sería la de asegurar que las existencias aumentarán de una manera constante todos los años” (Stanford, op. cit.). Friedman propone que la oferta monetaria siga al ritmo de crecimiento de la población, a fin de “que los salarios monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad de la mano de obra” (Mantey, 1997: 109).

1.1.1. El enfoque de la balanza de pagos (EBP)

Este enfoque ofrece una explicación a través de la teoría cuantitativa del dinero de los fenómenos económicos internacionales (flujos comerciales internacionales y flujos financieros internacionales); podemos distinguir dos versiones: la académica y la del FMI, las cuales, a pesar de sus diferencias, llegan a conclusiones similares.

El *EBP* se aplica para economías abiertas con tipo de cambio fijo, donde se supone la existencia de una demanda estable por el dinero, una oferta de dinero exógena y que la economía solo representa una pequeña parte de la economía internacional y, de esta manera, no puede afectar los precios externos. En caso de que sus precios internos difieran de los precios exteriores, sufrirá efectos sobre la balanza de pagos.⁵

Este pensamiento reconoce dos formas de creación de dinero: una interna que es el crédito bancario interno, y otra externa que resulta de los movimientos de la balanza de pagos (expresado a través de un superávit o un déficit). Las autoridades no tienen control de la fuente externa y sólo controlan el crédito interno.

⁵ Si sus precios internos son mayores a los externos, se produce un déficit comercial debido a que las importaciones se abaratan. El efecto inverso sucede con precios internos menores a los exteriores.

Esta visión argumenta que cualquier crecimiento de la oferta monetaria por arriba de su demanda, se gastará dentro del país o en el exterior. Si existe un incremento de la oferta monetaria y la nación, en cuestión, puede elevar su producción para satisfacer la demanda⁶ o ésta puede ser absorbida por el sistema financiero, no existirá ningún desequilibrio financiero o comercial.

Empero, si existe pleno empleo o rigideces en la producción en conjunción con un sistema financiero poco desarrollado, una expansión de la oferta monetaria aumenta el nivel de precios y, la mayor cantidad de dinero se gastará en el exterior comprando bienes y/o activos financieros, deteriorándose la balanza de pagos.⁷

Por lo tanto, la única manera de evitar desequilibrios dentro de la balanza de pagos es por medio de políticas monetarias que controlen el crédito interno o lo manipulen para obtener un nivel objetivo de reservas internacionales, con el cual se encuentre en equilibrio la balanza de pagos.

1.2. Hicks y la síntesis neoclásica keynesiana

Después de la revolución en la teoría económica que comenzó John M. Keynes a partir de su libro la “Teoría General del Interés, el Empleo y la Ocupación” (1936), se da una explicación diferente a la escuela neoclásica o monetarista, en desarrollo. Años después, Hicks modifica la explicación de Keynes, adecuándola a la escuela neoclásica al generar un marco teórico general para englobar a ambas teorías. Así, presenta una nueva explicación que excluye los elementos innovadores de Keynes y construye el modelo IS –LM (IS para inversión y ahorro, y LM para el mercado de dinero, oferta de dinero y preferencia por la liquidez). Este pensamiento fue conocido como la síntesis neoclásica keynesiana.

⁶ Aunque en estos modelos se asume normalmente que la oferta de bienes es inelástica.

⁷ El gasto en el exterior estará justificado por bienes en el extranjero más baratos que dentro de la nación, o por la incapacidad del sistema financiero para absorber esta nueva cantidad de dinero.

En su síntesis, Hicks establece tres sistemas de ecuaciones, que concilian el mundo “clásico” prekeynesiano y la teoría keynesiana, los cuales son:

$$\bar{M} = L(Y, i) \dots (1)$$

$$I = R(Y, i) \dots (2)$$

$$I = S(Y, i) \dots (3)$$

Donde (\bar{M}) indica que la oferta monetaria esta dada, (I) es la inversión, (i) es la tasa de interés, (Y) es el producto total.

Este modelo incorpora diferencias claras con respecto al modelo de Keynes y al modelo prekeynesiano. Con respecto al último, incorpora la teoría de la preferencia por la liquidez en la ecuación de demanda de dinero, al añadir la tasa de interés como elemento explicativo dentro de la ecuación de demanda de dinero; inicialmente se postuló como la ecuación cuantitativa: $\bar{M} = K(Y)$. Asimismo, agrega un efecto acelerador de la inversión al ingreso como determinante de dicha variable; originalmente la inversión sólo estaba en función de la tasa de interés: $I = R(i)$.

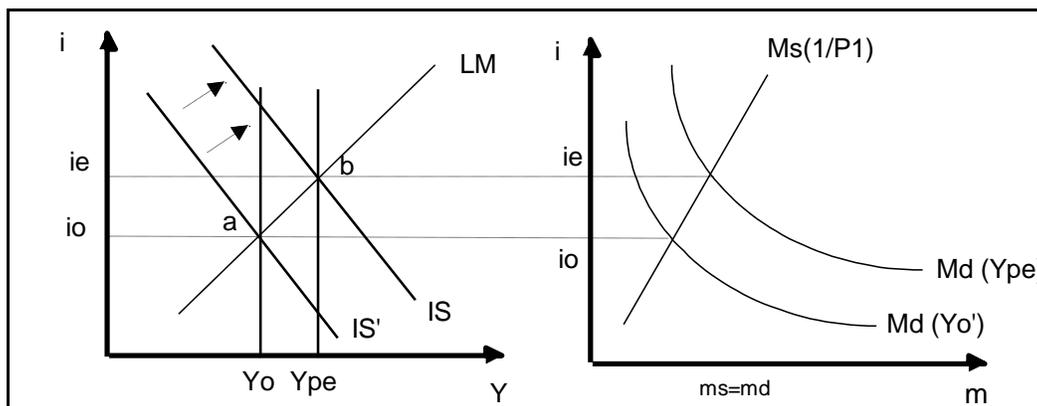
En cuanto al modelo keynesiano las diferencias son: a) Adición de la tasa de interés como determinante del ahorro, invalidando el planteamiento original de Keynes que sostuvo al ingreso como único determinante del ahorro: $I = S(Y)$; y b) incorpora el efecto del ingreso en la inversión, la cual originalmente estaba en función del interés, como en el modelo monetarista: $I = R(i)$.

También debe mencionarse que Hicks considera a la tasa de interés como un fenómeno monetario, es decir, determinada por la oferta y demanda de dinero.

En este sistema el equilibrio se puede lograr automáticamente. Supóngase una tasa de interés menor (i_0) a la tasa de interés de equilibrio (i_e) debido a una subutilización de la capacidad productiva (Véase grafica 1.1). La tasa de interés baja con un consecuente

abaratamiento del crédito. Esto aumenta automáticamente la inversión (desplazando la curva IS' a IS), y conduce a un incremento del ingreso de (Y_o) al ingreso de equilibrio (Y_{pe}). A su vez, la demanda de dinero crece, ajustándose al ascenso del ingreso [$M_d(Y_o)$ a $M_d(Y_{pe})$], lo que genera un impacto sobre la tasa de interés hasta lograr su equilibrio (pleno empleo, Y_{pe} , i_e).

GRAFICA 1.1: MARCO DEL MODELO IS – LM



Fuente: Elaboración propia

De manera inversa, si la tasa de interés se encuentra por arriba de la tasa de interés de equilibrio, el crédito tendrá un costo mayor, deprimiendo la inversión y al ingreso. Esto propicia la reducción de la tasa de interés hasta un punto de equilibrio.

El modelo no descarta las herramientas de la política monetaria, aunque, especialmente se refiere a la política fiscal en el corto plazo, además, permite su uso combinado para lograr un crecimiento con estabilidad. Hicks le confiere una mayor importancia a la política fiscal debido a las inflexibilidades del sistema productivo y, por tanto, la política monetaria sólo es una parte complementaria de la primera.

De hecho, Hicks no trata el tema de *la política monetaria* a profundidad, sólo llega a mencionar "... que las autoridades van a aumentar la oferta monetaria a medida que el ingreso nominal crezca, de modo que la tasa de interés no suba demasiado" (Mantey, 1994:

137). Pero a diferencia de los modelos prekeynesianos no considera al dinero como neutral, ya que, bajo su concepción, éste puede afectar a la tasa de interés y, a su vez, está última influirá sobre otras variables como la inversión y el empleo.

Debe aclararse que en el modelo existen ciertos supuestos que logran una tendencia constante al equilibrio: la oferta monetaria es exógena; precios flexibles; inexistencia de incertidumbre; elimina la especulación y aparece un arbitrajista⁸ que otorga información gratuita del nivel de oferta y demanda; y se permite la recontractación hasta que los precios alcancen su nivel de equilibrio, garantizándose con ello el ingreso de pleno empleo.

La mayor aportación de Hicks fue la conclusión del uso combinado de los instrumentos fiscales para lograr objetivos de crecimiento y estabilidad económica.

1.3. La escuela de las expectativas racionales

La escuela de las expectativas racionales menciona que los agentes económicos actúan racionalmente, cuando estos conforman sus expectativas sobre el futuro. Esta suposición tiene consecuencias importantes sobre la aplicación de la política monetaria, pues se “... afirma que la política sistemática es irrelevante para la trayectoria de la producción y el empleo” (Mankiw, 1992: 249). Lo anterior se debe a que los agentes económicos al prever variaciones de la oferta monetaria, esperaran una modificación proporcional del nivel de precios y, por tanto, no se afectaría a la economía (con previsión perfecta). Aunque, el cambio de la oferta monetaria fuese imprevisto, ésta no afectaría al nivel de precios esperado, ya que los agentes descubrirían dicha alteración de una forma relativamente rápida, y con ello sus efectos serán de muy corto plazo (con previsiones adaptativas). Usaremos el modelo de Lucas para seguir con la exposición.

El modelo de previsión perfecta de Lucas parte de la ecuación de intercambio:

⁸ Esto se debe a que Hicks construye su modelo bajo el marco de un modelo walrasiano de equilibrio general.

$$M \times V = P \times Y \dots (a)$$

Donde M = oferta monetaria, Y = producto, V = velocidad del dinero y P = precios.

Si se expresa (a) en términos logarítmicos, tenemos:

$$m + v = p + y \dots (b)$$

A parte utilizamos:

$$p = p^e + \lambda(y - y^*) \text{ ó } p - p^e = \lambda(y - y^*) \dots (c)$$

Donde p = nivel de precios, p^e = nivel de precios esperados, y = ingreso, y^* = ingreso potencial o producto potencial. El parámetro λ indica la pendiente de la curva de oferta agregada. Lucas establece la ecuación (b) como la demanda agregada, y la ecuación (c) como la oferta agregada. Si se conjugan (substituyendo c en b) se obtiene la función de producción en función de la oferta monetaria y otras variables:

$$y = \frac{1}{1+\lambda}m + \frac{1}{1+\lambda}(v - p^e) + \frac{1}{1+\lambda}y^* \dots (d)$$

Se sustituye (d) en (c) y se sigue con los pasos algebraicos hasta obtener:

$$p = \frac{p^e}{1+\lambda} + \frac{\lambda}{1+\lambda}(m + v - y^*) \dots (e)$$

Si se trabaja con previsión perfecta de los precios, quiere decir que las expectativas de los precios son los precios que rigen; por lo tanto tenemos que: $p = p^e$

Con base en los siguientes reordenamientos de la ecuación (e), se despejan a los precios:

$$\begin{aligned} p - \frac{p^e}{1+\lambda} &= \frac{\lambda}{1+\lambda}(m + v - y^*) \text{ como } p = p^e \\ p\left(1 - \frac{1}{1+\lambda}\right) &= \frac{\lambda}{1+\lambda}(m + v - y^*) \text{ multiplicando por } (1+\lambda) \\ p(1+\lambda-1) &= \lambda(m + v - y^*) \\ p\lambda &= \lambda(m + v - y^*) \\ p^e = p &= \frac{\lambda}{\lambda}(m + v - y^*) \end{aligned}$$

$$p^e = p = (m + v - y^*)$$

Por lo tanto obtenemos: $p + y^* = m + v$ y, si se recuerda la ecuación (b) [$m + v = p + y$], y se equipara, tenemos que: $y = y^*$

Si el nivel de precios que se observa es igual al esperado y el producto existente es igual al potencial, un incremento de la oferta monetaria mantiene inalterados el empleo y el producto, lo que solo genera una modificación de los precios.⁹ Con previsión perfecta, Lucas llega a la conclusión de: a) El Banco Central debe de ser autónomo; y b) debe de seguir reglas fijas. Como la política monetaria no afecta la producción ni el empleo, y sólo ocasiona variaciones en los precios, su objetivo debe de ser el control inflacionario.

En caso de existir expectativas racionales (previsiones adaptativas), la política monetaria puede afectar el empleo y la producción, siempre y cuando, pueda sorprenderse al público con una inflación imprevista para estimular a la demanda agregada, afectando el ingreso y el empleo temporalmente. “El problema estriba en que sólo puede utilizarse ese recurso de vez en cuando, y con expectativas racionales muy pocas veces” (Blinder, 1998: 39), pues el costo sobre la credibilidad de la autoridad monetaria es grande.

Este recurso no puede ser usado por las autoridades para “producir brechas sistemáticas entre la inflación efectiva y la esperada. Por lo tanto, un Banco Central que se contente con obtener resultados a corto plazo generará, en promedio, más inflación, pero no más empleo, que un Banco Central menos voluble. Pero, cualquier Banco Central que elabore su política monetaria de forma discrecional, periodo a periodo, se enfrentara constantemente, y es probable que sucumba, a la tentación de conseguir resultados en el corto plazo. Kydland y Prescott describieron esta situación como un ejemplo de

⁹ “Con previsión perfecta, los precios suben no sólo como consecuencia del aumento de la oferta monetaria, sino también como consecuencia del aumento de las expectativas sobre los precios”. Dornbush y Startz (1998: 118).

inconsistencia temporal y sugirieron que para resolverla convenía atar las manos de los gestores de los bancos centrales mediante una regla” (Ibíd.)

También se propone la independencia del Banco Central, puesto que la dirección de la política monetaria no debe de caer en manos de los políticos que poseen horizontes temporales muy cortos debido a los ciclos electorales.¹⁰ Para que la política monetaria sea efectiva, se requiere de horizontes temporales amplios, además, de que la misma política monetaria suele tener costos sociales elevados, sobre todo, en el caso de las políticas contra la inflación, mismas que las autoridades políticas no desean asumir.

Debido a lo anterior, se trata de des-politizar la política monetaria, colocándola en manos de los profesionales, quienes disponen de largos mandatos, fuera del ciclo electoral, y que los aísla del bullicio de la política.

Estas conclusiones de reglas e independencia del Banco Central son básicas para la propuesta de esta corriente teórica en cuanto a la política monetaria, que debe de buscar únicamente el control de la inflación.

1.4. La escuela neoliberal

Existe una escuela con gran influencia en el caso de las economías latinoamericanas y, en específico, dentro de la economía mexicana. Esta corriente teórica es encabezada por autores como Mc Kinnon, Shaw y Gurley, cuya visión es particular sobre el subdesarrollo de los países. Ellos mencionan que la falta de ahorro es la principal causa del subdesarrollo de los países, debido a las condiciones institucionales que rigen en los mismos (léase fragmentación económica). En consecuencia, y como solución al subdesarrollo sugieren una *política monetaria restrictiva*, políticas fiscales neutras, en conjunción con políticas de

¹⁰ Los políticos estarían tentados a usar políticas monetarias imprevistas para obtener resultados positivos de empleo y producción como ventajas en tiempos electorales, a pesar de los costos sobre la credibilidad y reputación de las autoridades monetarias.

liberalización y de privatización. A continuación se explicara cada elemento, comenzando por la fragmentación económica y su relación con el ahorro; posteriormente, se hablara sobre las sugerencias de política económica de esta corriente.

Los neoliberales señalan que el subdesarrollo de las naciones se debe a la fragmentación de la economía. Mc Kinnon (1974: 7) advierte que “... una economía es fragmentada en el sentido de que las empresas y unidades familiares se encuentran tan aisladas que han de afrontar diferentes precios efectivos para la tierra, la mano de obra, el capital y los productos, y no tienen acceso a las mismas tecnologías. Entonces, las autoridades no pueden presumir que el sector privado vaya a disponer de oportunidades de inversión socialmente rentables, ya que los precios prevalecientes no tienen que reflejar necesariamente una autentica escasez de la economía”.

A su vez, explican que la fragmentación del mercado de capitales se debe a que el sistema bancario no cubre a todos los demandantes del crédito y sólo una parte mínima los recibe. El efecto de esta fragmentación “genera el uso inadecuado del trabajo y la tierra; elimina el desarrollo empresarial; y condena a sectores importantes de la economía a bajos niveles tecnológicos” (Mc Kinnon, 1974: 11).

Los únicos que pueden acceder a los créditos bancarios subsidiados son “ciertos enclaves: actividades importadoras con licencia exclusiva; exportaciones especializadas, en gran escala, de minerales; manufacturas sumamente protegidas; grandes empresas internacionales, diversos organismos gubernamentales... [incluso] hasta es frecuente que los déficit públicos tengan prioridad en los limitados recursos de los bancos de depósito” (Mc Kinnon, 1974: 83). El resto debe financiarse con base en sus propios recursos o acceder al mercado informal (usureros, prestamistas prendarios y tenderos, por ejemplo).

Esta situación obedece a la *represión financiera* que impone el gobierno para subsidiar el crédito (en sectores considerados de alta prioridad) con el fin de controlar a los monopolios bancarios. El gobierno establece que se debe prestar dinero a tasas preferenciales (tasas de interés bajas o inclusive negativas) para ciertos sectores a los que se canaliza el crédito. Estas tasas permiten obtener crédito barato, pero impiden que los bancos logren tasas de rendimiento altas de los clientes beneficiados y, lo anterior repercute en un bajo rendimiento para los depositantes.

Como consecuencia de esta circunstancia, los depositantes reducen la cantidad de dinero que tienen en los bancos, resultando en una disminución del crédito bancario. Adicionalmente, el resto de la economía que no cuenta con acceso al crédito bancario, al recurrir a los pequeños prestamistas, se enfrenta con costos financieros mayores que el crédito.

La fragmentación del sistema financiero no permite la captación de ahorro y, que éste se canalice a proyectos de inversión de alto rendimiento. La economía, entonces, no posee los recursos necesarios para financiamiento a corto y largo plazo, impidiendo a las empresas modernizar su técnica o incrementar su producción. Por otra parte, debido al bajo rendimiento de los depósitos existe una fuga de capitales hacia otros países donde se brindan atractivos rendimientos, o bien, el ahorro se canaliza a los bienes improductivos, con una reducción la intermediación financiera.

Por *represión financiera*, por tanto, se entiende al conjunto de políticas que incluyen tasas bajas de interés, canalización selectiva del crédito y de cualquier otro tipo de normas gubernamentales que impidan a los bancos realizar su actividad conforme a las libres fuerzas del mercado.

De esta forma, postulan que la solución para los problemas del subdesarrollo y del sistema financiero debe ser la *liberalización financiera*, y consiste en: desregular el sistema bancario, liberar las tasas de interés, liberalizar el mercado de valores y abrir el mercado nacional.

La liberación de las tasas de interés¹¹ debe de encabezar todas estas medidas, pues propicia una mayor captación de recursos que incrementa el ahorro. Como esta teoría supone que el ahorro ex ante es igual a la inversión ex post, un incremento del ahorro aumentará la inversión en la economía.¹² Además, con esta liberación se evita la fuga de recursos que se producen por la represión financiera.

La liberación de las tasas de interés estimula el crecimiento económico, ya que los recursos se canalizan a los proyectos más eficientes y rentables. Esto afecta obviamente a los sectores de baja rentabilidad, que no podrán acceder a los recursos financieros dado los altos costos, pero estimulará la eficiencia de estos sectores con el uso de sus recursos, puesto que la dinámica de la economía aumenta al darse el máximo crecimiento con los recursos existentes. A su vez, esto debe de complementarse con la desregulación del sector financiero para ejercer préstamos a cualquier sector y empresa.

La solución a la represión financiera no es condición suficiente para lograr el crecimiento económico, también se debe eliminar las industrias privilegiadas (mencionadas anteriormente como “enclaves”), por medio de una verdadera competencia y evitando su protección, es decir, mediante una apertura del comercio exterior y por medio de una neutralidad tributaria. La liberalización del comercio exterior implica remoción de la

¹¹La tasa de interés nominal también se considera con dos componentes: una tasa real más la tasa de inflación esperada. Así, una elevación de la tasa de interés nominal y una reducción de las expectativas inflacionarias, por medio de la política monetaria o de la desaparición del financiamiento inflacionario del gasto público, aumentarían la tasa de interés real, Mc Kinnon (1974).

¹² De este punto podemos véase que al sistema financiero se le considera como parte de su definición clásica: intermediador de recursos.

mayoría de los aranceles, así como de los permisos de importación y exportación. Por su parte, la neutralidad tributaria implica la desaparición de subsidios, de exenciones, de impuestos especiales y de transferencias del gobierno, para consolidar un impuesto uniforme sobre todas las empresas que aseguren ingresos a los gobiernos.

Con esta estrategia se supone la desaparición de los privilegios económicos de unos cuantos y un impulso a las exportaciones que no requerirán de un instrumental de subsidios fiscales para su promoción; esto último, tomando en cuenta que la neutralidad tributaria y el suministro de servicios financieros bastaran para promover su desarrollo.

La liberación del sector financiero y exterior, a su vez, implica un adelgazamiento del Estado en la actividad económica, por medio de intervenciones menos activas y privatizaciones de empresas estatales. Esto se basa en dos aspectos: “primero, el adelgazamiento estatal reduce el gasto fiscal y genera superávit en la cuenta pública. Se reduce la demanda de créditos gubernamentales, baja la oferta monetaria y se controla la inflación, desapareciendo el efecto de desplazamiento del financiamiento público. Segundo, otorga consistencia y credibilidad a *la política económica*, lo cual incrementaría el ahorro interno a través de la repatriación de capitales y la reducción en la fuga de capitales y atraería ahorro externo” (Levy, 2000: 368)

Todas las anteriores políticas económicas deben de ir acompañadas de un tipo de cambio flexible y de una absorción imparcial del capital internacional,¹³ en conjunción de *políticas monetarias restrictivas*, con “las cuales se garantiza el máximo crecimiento económico posible, desincentivando la fuga de capitales, aumentando la intermediación

¹³ El capital internacional según Mc Kinnon “puede usarse con eficacia, como el capital interno, en cuanto se cree en el país el adecuado mecanismo financiero y se liberalicen adecuadamente los intercambios con el exterior..... En vez de absorber capital por medio de la ayuda o inestables corrientes de crédito comercial a corto plazo, o reasignando el control administrativo, las instituciones públicas y privadas del país receptor podrían vender a extranjeros, por montos moderados, valores de largo plazo, tales como acciones preferentes, bonos, obligaciones convertibles, y otros”. Mc Kinnon, Op. Cit., Pág. 214.

financiera y amplían la capacidad crediticia de los bancos comerciales hacia el sector privado” (Levy, 2000: 369).

La mayor aportación de esta corriente es la introducción de los aspectos institucionales en la política monetaria, pues señalan que la represión financiera impide el financiamiento de la inversión.

1.5. Nuevos Keynesianos

Esta escuela retoma a Keynes bajo un análisis de oferta e introducen los conceptos de racionamiento del crédito, información asimétrica y selección adversa; a partir de lo cual se señala que los mercados no alcanzan el pleno equilibrio. En palabras de Dornbush y Startz (1998: 117):

“Los nuevos keynesianos aceptan la premisa de la conducta racional individual, pero desarrollan modelos en los que los mercados no alcanzan rápidamente el pleno empleo clásico y los precios no se ajustan siempre a las variaciones de la oferta monetaria”

Estos teóricos argumentan que el dinero es neutral en el largo plazo pero no en el corto plazo; asimismo, mencionan que la oferta monetaria es exógena, o sea, controlada totalmente por las autoridades vía el sistema bancario. Ello permite que políticas monetarias, a corto plazo, afecten a la economía en sus variables relevantes: empleo y producción. Para continuar con la exposición, se mencionan los principales supuestos de esta teoría, los cuales resume Rochon¹⁴ (1999: 237):

1. La oferta monetaria es determinada por el crédito, el cual es influido totalmente por el Banco Central, ya que los bancos comerciales solamente pueden prestar lo que tienen a su disposición (en reservas), ya sea mediante los depósitos del público o el dinero de alto poder del Banco Central.

¹⁴ Este autor es considerado un postkeynesiano y un crítico de los nuevos keynesianos.

2. Los activos de los bancos constituyen algún tipo de sustitutos imperfectos.¹⁵ Esto implica dos dimensiones distintas que se aplican a los bancos y a los consumidores. Por un lado, los consumidores de los bancos no podrán sustituir el crédito bancario por otra fuente de crédito; por otro, los bancos no deben de ser capaces “burlar” el control del Banco Central sobre las reservas y su oferta. El resultado de este supuesto es que una caída en las reservas provoca una caída en el crédito bancario y, subsecuentemente, una caída de la producción.
3. Los precios en general son rígidos (a la baja) en el corto plazo. De tal forma, la política monetaria influye en la economía, de lo contrario, los precios se ajustarían a las variaciones en las reservas nominales y, por tanto, esta sería neutral.

De acuerdo a lo anterior las autoridades monetarias pueden mantener un control sobre la actividad económica, pero ésta debe tomar en consideración que el sistema bancario comercial enfrenta un exceso de demanda por créditos, de manera regular, dada una tasa de interés de corto plazo. Bajo estas condiciones, los prestamistas (los bancos) tienen que racionar su oferta de crédito, afectando la inversión independientemente de la tasa de interés.

El racionamiento crediticio es aleatorio entre los demandantes de crédito por el efecto de la *información asimétrica*. Este es ocasionado porque los bancos no cuentan con la misma información que los deudores potenciales, pues estos la ocultan a los prestamistas con el fin de obtener un crédito y, para los bancos se torna imposible y costoso recabar toda la información necesaria de sus potenciales clientes.

¹⁵Los bancos y los préstamos bancarios son especiales y estos últimos no tienen sustitutos perfectos. Los valores accionarios no pueden ser sustitutos de las reservas ni de los préstamos en los portafolios bancarios, por lo que se asegura que una modificación en las reservas bancarias tenga efectos directos sobre el crédito bancario.

Como los bancos comerciales son incapaces de distinguir entre buenos deudores (con bajo riesgo) y malos deudores (con alto riesgo), debido a la información asimétrica, estos no pueden ofrecer tasas de interés para cada nivel de riesgo. Además, Stiglitz y Weiss (1978) señalan que la información asimétrica tiene efectos negativos sobre las ganancias bancarias debido a los efectos del riesgo moral y la selección adversa, que alteran el racionamiento crediticio. El primero se refiere al efecto de la tasa de interés sobre la elección de los proyectos de los deudores. Un incremento de la tasa de interés incentiva a los demandantes de crédito a elegir proyectos más riesgosos, puesto que el incremento del costo de la deuda obliga a la elección de proyectos con altos rendimientos esperados que puedan cubrir el incremento de los pasivos.¹⁶

Por su parte, la selección adversa alude a la combinación del efecto de la información asimétrica y el riesgo moral. Como los bancos son incapaces de distinguir la calidad de sus clientes ex-ante, un incremento de la tasa de interés provoca que los créditos se otorguen, principalmente, a clientes con proyectos “malos”, o riesgosos, en vez de clientes seguros con bajo riesgo, generando una selección adversa. Esto sucede porque la elevación de la tasa de interés aumenta el riesgo moral y desplaza a los demandantes de crédito seguros, pues aun con la obtención de sus mejores ingresos no podrían pagar mayores tasas de interés

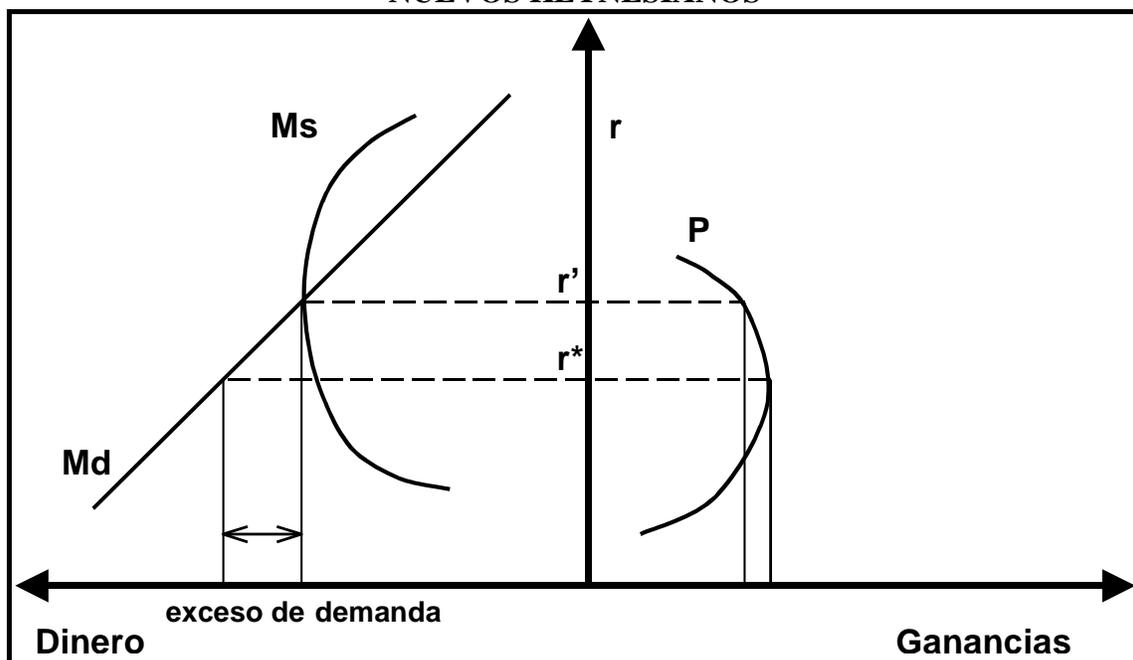
De esta forma, no solo es imposible ofrecer tasas de interés para cada nivel de riesgo, sino, además a medida que se incrementa la tasa de interés aumenta la posibilidad de generarse una selección adversa, causando una caída de la ganancia de los bancos; por

¹⁶ Wolfson (1999: 445) menciona: en los modelos de los nuevos keynesianos “... el deudor es neutral al riesgo (sólo consideran los rendimientos esperados y no el riesgo), y un menor pago de la deuda siempre resulta en incumplimiento, pero los proyectos son considerados siempre en aislamiento del total de la fortuna del deudor, y por lo tanto no existen costos de bancarrota ... Sin este supuesto probablemente el deudor no escogería necesariamente proyectos más riesgosos”.

tanto, las instituciones crediticias para maximizar sus ganancias racionan el crédito, resultando en que no toda la inversión, ni la más rentable, se lleve a cabo. Consecuentemente, el nivel de inversión de la economía también se encuentra en función de la capacidad crediticia de los bancos, y no sólo en función de la tasa de interés.

Stiglitz y Weiss (1978) resaltan que la tasa de interés bancaria no se encuentra determinada por las condiciones de oferta y demanda de fondos, sino por las condiciones de maximización de ganancias de los bancos, sujeta a la disponibilidad de la oferta de fondos prestables.

GRAFICA 1.2: MODELO DE RACIONAMIENTO DEL CREDITO DE LOS NUEVOS KEYNESIANOS



Fuente: ROCHON (1999)

Esto se puede apreciar en la gráfica 1.2, donde la oferta monetaria es una curva que al crecer se dirige hacia atrás, pues a mayores tasas de interés la calidad de los deudores decrece y, como resultado, las ganancias de los bancos se reducen, obligándolos a otorgar menos créditos. El nivel de la tasa de interés r^* es donde los bancos maximizan sus

ganancias; mientras que la tasa de interés r' prevalece siempre y cuando el mercado monetario se le permitiera trabajar libremente.

Así, ante ascensos de la tasa de interés, los bancos comerciales incrementan el racionamiento crediticio para evitar una mayor selección adversa, derivada del aumento del problema de riesgo moral.

Estas imperfecciones de mercado propiciarán una política monetaria no neutral, en el corto plazo, puesto que el Banco Central podrá alterar la oferta de fondos prestables, vía tasa de interés, y con ello modificará la dinámica económica. Como resultado, la política monetaria podrá ser usada para promover el desarrollo económico a corto plazo.

2. EL ENFOQUE DE LA DEMANDA AGREGADA

En esta sección se expone una serie de teóricos de la economía que han dirigido sus estudios por una vía distinta al realizar un análisis de demanda, diferente a las escuelas del pensamiento convencional orientadas a la oferta. Los teóricos en cuestión son: Keynes y los postkeynesianos. Estos últimos no constituyen un pensamiento uniforme y, por lo tanto, se abordarán sus diferencias.

2.1. El pensamiento de Keynes

Keynes considera que la política monetaria afecta a la economía al considerar al *dinero como no neutral* y a la *tasa de interés* como fenómeno monetario, en función de la *preferencia por la liquidez* y de la oferta monetaria. Además, menciona que en una economía capitalista moderna la política monetaria es importante para mantener la estabilidad; aunque en tiempos de crisis, la política monetaria, por sí misma, es inoperante y se requiere del uso de la política fiscal.

Antes de explicar estos elementos debe tomarse en consideración que Keynes valora a la economía como un lugar donde la incertidumbre prevalece, convirtiendo al sistema capitalista en inherentemente inestable.

De acuerdo a Keynes (1937a: 135-136), la incertidumbre, "... no es la simple distinción entre lo cierto y lo probable. El juego de ruleta no esta sujeto a la incertidumbre ... el sentido al cual me refiero y, en el cual, uso el termino es el de una probable guerra en Europa es incierta, o el precio del cobre o la tasa de interés en 20 años, o la obsolescencia de una nueva invención ... acerca de esta materia no hay bases científicas de ninguna probabilidad calculable de cualquiera. Simplemente no lo sabemos".

Al tomar las decisiones de producción que operan en el futuro, se realiza en base a expectativas, que son "inciertas", pues en el transcurso entre la producción y la realización puede suceder cualquier cosa que impida la realización del producto. Debido a esto, es imposible determinar todas las posibilidades para protegerse.

Lo único que mitiga la incertidumbre dentro del sistema capitalista son los contratos a futuro, al limitar los resultados de un evento y reducir los márgenes de la incertidumbre. En este contexto el dinero¹⁷ tiene vital importancia al servir como el principal instrumento para liquidar un contrato, pues se le utiliza en las transacciones, el financiamiento y el atesoramiento.

A continuación se desarrollan los argumentos de Keynes por los cuales considera al dinero no neutral. El primer tema es el dinero y, posteriormente, se abordaran la preferencia por la liquidez, la tasa de interés y la oferta monetaria.

¹⁷ Debe de llamar la atención que el dinero es un tipo de contrato en sí mismo.

A) La particularidad del dinero

Keynes menciona que el dinero es no neutral en la economía debido a sus funciones y propiedades particulares. En primer lugar, ninguna otra mercancía puede desempeñar las funciones económicas que tiene el dinero, las cuales son:

1. Medio de cambio. Dicha función requiere que el dinero sea un equivalente general de todas las mercancías, para que éstas sean intercambiadas por dinero y viceversa.
2. Medio de pago. Esta función es una extensión de la anterior, necesaria para la compra-venta de las mercancías, como un medio de pago.
3. Unidad de cuenta. Todas las mercancías se pueden expresar en las unidades del dinero.
4. Depósito de valor. También conocida como atesoramiento, sirve para transferir el valor actual a un futuro. Su objetivo es la obtención de ganancias de capital.

Esta última función dota al dinero de una importancia capital para aliviar la incertidumbre, ya que es la única vía que permite enlazar las decisiones presentes con el futuro (al usar su función de depósito de valor); también logra diferir el poder de compra del presente al futuro.

En segundo lugar, las funciones que el dinero desempeña existen gracias a sus propiedades de mercancía particular:

1. Posee una elasticidad de producción igual a cero, o en todo caso una muy pequeña. Esto quiere decir que el dinero no requiere factores de producción.
 2. El dinero cuenta con una elasticidad de sustitución igual o casi igual a cero; lo anterior implica que los incrementos en el valor de cambio del dinero no generan la utilización de otra mercancía.
-

3. Tiene costos bajos o insignificantes de almacenamiento. Es decir, el dinero se puede almacenar sin incurrir en costos de almacenamiento como los productos agrícolas (refrigeración, vigilancia, renta de una bodega, etc.) u otro; en consecuencia no existen costos de transferencia del dinero, de su función de intercambio a depósito de valor, o viceversa.

Estas propiedades hacen al dinero no neutral, ya que éste puede demandarse como activo, usando su función de depósito de valor. Este proceso genera desempleo al demandarse un bien que no implica el uso de recursos para su producción. Ahora bien, el efecto del dinero en la economía depende de: a) para que se demande, es decir, la preferencia por la liquidez; b) del efecto de las variaciones del dinero sobre la tasa de interés; c) del efecto de esta última sobre la inversión. (Levy, 2001). A continuación se desarrollan estos elementos.

B) Preferencia por la liquidez, tasa de interés y oferta monetaria

La preferencia por la liquidez determina la cantidad de dinero que el público desea mantener en saldos líquidos, en función de los motivos por los se demande, los cuales son:

1. Motivo transacción. Se refiere a la necesidad de recurrir al dinero para satisfacer las transacciones de compra y venta o intercambios de mercancías, y se encuentra en relación directa con el nivel de ingreso.
 2. Motivo precaución. Este motivo indica que la demanda de dinero también responde para la satisfacción de contingencias y el cumplimiento de compromisos pendientes.
 3. Motivo especulación. Se refiere a la demanda de dinero como un activo financiero o para la compra de activos financieros, acciones o bonos, para la obtención de una ganancia derivada de la tasa de interés o de una ganancia de capital. Principalmente,
-

se especula con los activos financieros en la búsqueda de expectativas positivas a capitalizar.

4. Motivo financiamiento.¹⁸ Establece la demandará de dinero por las decisiones de inversión.

Recordando que el mundo actual, donde la incertidumbre rige, *las expectativas* del futuro juegan el papel determinante, ya que si éstas se deterioran, la preferencia por la liquidez se altera incitando a demandar dinero para prevenir o especular (de acuerdo a su función de depósito de valor). En esta situación, el dinero no se usa para la compra de mercancías; en cambio, obliga a los productores que llevan a una reducción de la producción y, en consecuencia, del empleo y del ingreso.

Las expectativas¹⁹ se modifican por distintos motivos (cambios en el estado de confianza, variaciones de los rendimientos, etc.) y una de las variables de influencia es la tasa de interés. Esta se considera como el premio por desprenderse del dinero o la liquidez. A mayores tasas de interés la preferencia por la liquidez disminuye y, a bajas tasas aumenta; principalmente se afecta al motivo especulación, altamente sensible a la tasa de interés, ya que incide de manera directa sobre los precios de los títulos financieros y las ganancias de capital. En cambio el motivo transacción, precaución y financiamiento son relativamente estables y previsibles, puesto que el primero y el segundo dependen del nivel de ingresos existente; el tercero depende de las expectativas de rentabilidad de la inversión.

Keynes (1936) menciona que las autoridades monetarias podrán afectar a la tasa de interés, al ser ésta un fenómeno monetario determinado por la oferta y demanda de dinero, donde existe una relación inversa entre dicha variable y la masa monetaria.

¹⁸ Keynes (1937b), agrego este motivo.

¹⁹ Las expectativas se encuentran en función de los pronósticos que se realicen de acuerdo a una situación económica en específico (i.e. la inversión) y del estado de confianza sobre la realización de los pronósticos.

Entonces, como el autor considera exógena a la oferta monetaria, es decir, determinada por el Banco Central,²⁰ las variaciones en la base monetaria, u operaciones de mercado abierto, tendrán efectos directos sobre la tasa de interés, alterando el uso del dinero y las variables reales. Esto sucede excepto en un caso: en el punto de liquidez absoluta, donde las autoridades se vuelven incapaces de afectar la tasa de interés y sucede en periodos de crisis donde las ganancias de las empresas quedan reducidas drásticamente.

A este nivel, la tasa de interés llega a un mínimo y se vuelve imposible reducirla para las autoridades, pues los inversionistas se rehúsan a comprar valores, debido a que las expectativas son negativas y, entonces, optan por mantener su riqueza en dinero.²¹

Bajo estas condiciones, una expansión de la oferta monetaria (mayor liquidez) no se canaliza al mercado de valores, no disminuye la tasa de interés y no eleva los precios de los valores. Únicamente aumentan los saldos monetarios y disminuye la velocidad del dinero, sin afectar a la inversión; la única vía de estímulo es elevando la eficiencia marginal del capital,²² (incremento de las ganancias esperadas, que dependen de la demanda esperada), por medio de una política fiscal expansiva.

En conclusión, Keynes establece a *la política monetaria* como no-neutral por sus efectos sobre la tasa de interés y porque, a su vez, afecta a las variables reales. Asimismo,

²⁰ Chick (2001) menciona que esto se debe a dos razones: a) debido al objetivo teórico de apoyar la visión de que la oferta monetaria puede ser afectada por las autoridades monetarias, y con ello tener el poder de impactar la tasa de interés por medio de operaciones de mercado abierto. b) La explicación institucional. Después de la gran depresión de 1930 los bancos comerciales (en EUA y UK) incrementaron sus tenencias de bonos por un periodo de tiempo considerable, lo que fomentó cierta estabilidad en la oferta de dinero creada por los bancos. Lo ultimo, genera una velocidad del dinero relativamente estable y por lo tanto una oferta monetaria exógena, aunque Keynes no la considerara a la velocidad del dinero como estable.

²¹ Cabe recordar que los activos financieros del mercado se obtienen dos tipos de ganancias: la del interés y la de capital. Ante una baja de la tasa de interés el precio de los activos financieros sube y se obtienen mayores ganancias de capital. Pero podría darse el caso en que aunque baje más la tasa de interés el inversionista no compre valores aunque sus precios suban, por temor a que en un incremento de la tasa de interés pierda sus ganancias de capital.

²² Keynes menciona que la inversión está en función de la eficiencia marginal de capital. Esta ultima debe ser mayor o igual a la tasa de interés para que se lleve a cabo la inversión.

acepta su uso como un instrumento contra cíclico; sin embargo, en épocas de severas crisis se requiere también del uso de la política fiscal.

2.2. La revalorización de Keynes por los postkeynesianos

Los postkeynesianos retoman a Keynes²³, pero a diferencia de la síntesis neoclásica keynesiana y los nuevos keynesianos, el análisis que realizan es de demanda. Al igual que Keynes, consideran que la economía es esencialmente monetaria, que “el capitalismo es en esencia una economía de dinero-crédito, (donde) las estructuras financieras y sus innovaciones sobre el tiempo histórico son de primordial importancia. El dinero, en otras palabras es lo que ata al presente con el futuro en un mundo con incertidumbre” (Rousseas, 1992: 12). De esta manera, rechazan todas las nociones de equilibrio y de tendencias centrales al utilizar el concepto de incertidumbre de Keynes.

Los postkeynesianos incluyen varios temas al planteamiento de Keynes. Destaca el estudio de la oferta monetaria, estableciendo su endogeneidad (determinada por el sistema económico), “... ya que la oferta monetaria está principalmente formada por dinero interno, es decir, por dinero creado por los bancos en respuesta a una demanda de crédito” (Mantey, 1994: 166); como esto es un fenómeno interno de la economía, la cantidad de dinero no puede ser determinada por las autoridades monetarias. Estos teóricos presentan dos visiones al respecto: estructuralistas y horizontalistas.

2.2.1. El enfoque horizontalista

Este enfoque fue propuesto por algunos economistas como Nicholas Kaldor, Basil Moore y Sidney Weintraub, quienes destacan el papel del Banco Central como prestamista de última instancia y en la imposición de la tasa de interés. Tales elementos juegan un papel primordial para mantener la estabilidad económica por medio de la política monetaria.

²³ Además retoman a otros teóricos como Kalecki, por ejemplo.

Los horizontalistas prestan atención a las relaciones de las empresas con los bancos comerciales, y la de estos últimos con el Banco Central. La primera relación se lleva a cabo a través del crédito: se supone que las empresas, al principio de la producción, incurren en costos y sólo hasta el final del proceso, cuando la producción se ha realizado, reciben dinero; así se explican con ello su necesidad de financiamiento. Por esta razón, las empresas demandan crédito en función de sus expectativas de ganancia y, por lo tanto, los bancos no tendrán un nivel ex-ante o predeterminado de fondos prestables.

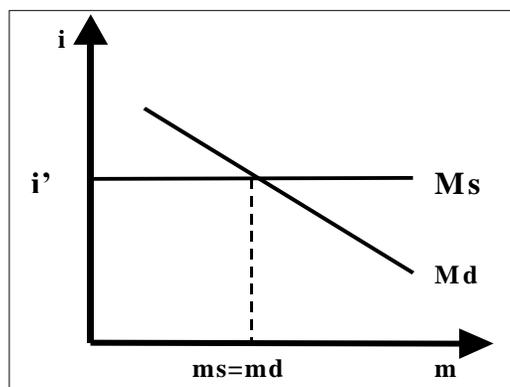
De cualquier forma, los bancos comerciales no requieren de un nivel ex-ante de fondos prestables para otorgar créditos, puesto que los depósitos son un fenómeno ex-post. Los bancos pueden extender *líneas de crédito* a las empresas demandantes, y una vez que éstas sean usadas en salarios o inversión, se generaran depósitos que crean las reservas bancarias requeridas por las autoridades; sin embargo, los depósitos suelen tener retardos temporales o no se llevan a cabo por igual en todos los bancos, de acuerdo a sus necesidades.

En este punto entra la segunda relación, los bancos comerciales demandarán al Banco Central préstamos para adquirir el nivel requerido de reservas, acorde a los créditos que han otorgado; las autoridades monetarias estarán dispuestas a facilitarlos de acuerdo a una tasa de interés predeterminada *acomodándose* a la demanda de reservas.

Como se puede apreciar, la causalidad de reservas a préstamos se invierte y va de préstamos a reservas. Esto sugiere que la ley de Say se revierte, pues la oferta monetaria está determinada por la demanda de dinero. Debe resaltarse que los bancos no otorgan créditos a todo aquel que lo demanda, sino únicamente a quienes se considere sujetos de crédito. Estos últimos, representan la *demanda efectiva de crédito* de los bancos; quedando imposibilitada la existencia de un exceso de demanda por financiamiento y se crea un racionamiento crediticio.

En este enfoque, la tasa de interés es una variable (exógena) impuesta por el Banco Central, que es la tasa de descuento; también es la tasa de referencia sobre la que los bancos comerciales establecen un margen para determinar sus tasas de interés. Aunque el margen se considera variable, éste no dependerá de la actividad económica, a partir de que el crédito únicamente se extiende a los sujetos de crédito. Así, el margen se asumirá como una función del estado de confianza del banquero y de su grado de monopolio.²⁴

GRÁFICA 1.3: MODELO DE ENDOGENEIDAD MONETARIA HORIZONTALISTA



Fuente: Kaldor (1982)

Lo anterior podemos apreciarlo en la grafica 1.3. Kaldor (1982: 24) expuso esta representación y menciona “... en el caso del dinero-crédito la representación propia debe de ser una ‘curva de oferta’ de dinero horizontal y no una vertical. La política monetaria es representada no por una cantidad dada de dinero, sino por una tasa de interés; y el monto de dinero en existencia será determinado por la demanda [monetaria]. La demanda (de dinero) variará con el ingreso ... y, es posible, que la tasa de interés del Banco Central varíe hacia arriba o abajo, como significado de una restricción del crédito o haciendo el crédito fácil, pero esto no altera el hecho de que en cualquier tiempo, o en todos los tiempos, la cantidad

²⁴ Rochon (1999) define la tasa de interés de prestamos (ia) como una función estable con relación a la tasa de interés del banco central (icb), asociada al grado de monopolio (m) del banquero y su grado de confianza (e):

$$ia = [1 + m(e)] icb$$

de dinero estará determinada por la demanda (monetaria), y la tasa de interés determinada por el Banco Central.”

Es conveniente aclarar cómo es que el Banco Central determina la tasa de interés. Las autoridades monetarias determinarán la tasa líder en base de las expectativas generales de la economía, de los objetivos económicos, o sobre la base de motivos políticos. Tales expectativas no representan, necesariamente, la realidad económica pero representaran ciertos límites que impedirán variar abruptamente la tasa de interés.

Por otra parte, dentro de este enfoque existen dos implicaciones poco mencionadas y que no afectan la forma horizontal de la curva de oferta de dinero, ni las conclusiones sobre el uso de la política monetaria. La primera es la administración de pasivos²⁵ como práctica permanente de los bancos, ya que las reservas “... representan un impuesto implícito a los bancos y una pérdida potencial de ganancias” (Rochon, 1999: 177). Esto ocurre en ambientes de acomodación y no-acomodación.

La segunda implicación es una velocidad variable del dinero, que es vista como un fenómeno ex-post una vez que se han extendido los créditos y, se ha creado el dinero y el ingreso. La administración de pasivos es la principal causa al iniciar, solamente, después de que se efectuó el financiamiento; otros factores como la desintermediación financiera y las innovaciones financieras afectarán también la velocidad del dinero.

En conclusión, los horizontalistas mencionan que la política monetaria adecuada del Banco Central consiste en tasas de interés bajas que facilitan la inversión, acompañadas de una posición que permite acomodar totalmente las necesidades de reservas de los bancos comerciales.

²⁵ La administración de pasivos se utiliza para atraer fondos a las cuentas de depósito.

Si el Banco Central niega su papel de prestamista de última instancia, al no tener una política acomodaticia, se expone al sistema bancario a una falta de liquidez debido a la reducción de sus reservas y, en caso extremo, a la posibilidad de un colapso bancario.

2.2.2. El enfoque verticalista o estructuralista

Los economistas Hyman Minsky, Stephen Rousseas y James Early, entre otros, desarrollaron este enfoque. Ellos rechazan parte de la visión horizontalista o la reducen a un caso especial de su enfoque, negando la posibilidad de acomodación de la oferta monetaria a la demanda de dinero en todo momento y otorgan una gran importancia a las innovaciones financieras.

Los verticalistas mencionan que el Banco Central puede determinar exógenamente la oferta monetaria de alto poder (base monetaria); sin embargo, no poseen la capacidad para controlar la cantidad total de dinero²⁶ debido a que las empresas y familias pueden cambiar su riqueza de formas menos líquidas a formas más líquidas por medio de diversos mecanismos.

En contraste a las horizontalistas, argumentan que las autoridades monetarias en rara ocasión suplen las reservas necesarias a los bancos, después de que estos extienden líneas de crédito a las empresas, es por ello que se recurre al proceso de administración de pasivos y a las innovaciones financieras para poder conseguir las reservas requeridas.

²⁶ Si establece a la oferta monetaria como la base monetaria por la velocidad del dinero: $M_s = K^*(BM)$. Lo que postula el enfoque estructuralista, es que el Banco Central puede controlar la base monetaria (BM), pero no tiene poder sobre la velocidad del dinero (K) que se considera variable a través del tiempo debido a las innovaciones financieras y a la administración de pasivos.

En el modelo estructuralista las tasas de interés crecen endogenamente²⁷ ante una mayor demanda de crédito proveniente de mayores niveles de inversión, esto le confiere a la curva de la oferta monetaria una pendiente ascendente (gráfica 1.4).

La forma ascendente se debe a dos situaciones. La primera, los bancos al recurrir a la administración de pasivos (o innovaciones financieras) incrementan inevitablemente la tasa de interés, pues para adquirir el nivel de reservas requerido aumentan el premio para que la riqueza cambie a formas menos líquidas (cuentas de depósitos). Las innovaciones financieras y la administración de pasivos, además, tienen el efecto de aumentar la velocidad del dinero.

La segunda razón, esta relacionada con la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera (HIF) de Minsky, que trataremos detalladamente en el siguiente apartado. En general, la HIF indica que cuando se incrementa la inversión y la demanda de crédito, también aumenta el riesgo de los deudores (empresas) y los prestamistas (bancos); el resultado es una elevación de las tasas de interés para compensar mayores niveles de riesgo. “En consecuencia la curva de oferta monetaria es creciente con respecto a la tasa de interés” (Rochon, 1999:189).

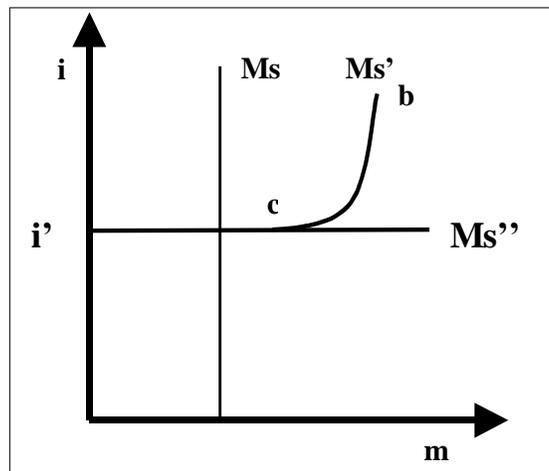
Al revisar la gráfica 1.4, se observan dos fases de la curva de oferta monetaria: la primera compuesta por una línea recta (segmento i'-a), que representa la curva horizontal típica de Kaldor. Rousseas (1992) menciona que puede ser llamada como la curva efectiva de la oferta monetaria que solo se logra cuando el Banco Central cumple con una política monetaria acomodaticia.²⁸

²⁷ El mercado provocara la alteración del tipo de interés, aunque el Banco Central tendrá una gran influencia.

²⁸ Es decir, cumple su papel de prestamista de última instancia e inyecta liquidez en el sistema para permitir que la oferta monetaria se acomode a la demanda monetaria.

En el caso de que el Banco Central (suponiendo que pueda) controle la oferta monetaria y la velocidad del dinero fuese fija, la curva de oferta monetaria (M_s) será perfectamente vertical; de tal forma que ante un incremento en la demanda del dinero y, si las autoridades no responden a los cambios, generará incrementos en la tasa de interés provocando una caída de la inversión, de la producción y del nivel de empleo; M_s representa la típica curva monetaria exógena.

GRÁFICA 1.4 MODELO DE ENDOGENEIDAD MONETARIA ESTRUCTURALISTA



Fuente: Rousseas (1992)

En la versión, estructuralista la curva total o efectiva de la oferta monetaria es la que ocupa los segmentos i' -c-b (curva M_s) donde se muestra como el Banco Central está dispuesto a acomodar el sistema ante incrementos de la demanda monetaria hasta cierto punto (c); después de esto, no adopta una política acomodaticia; de tal manera que los bancos recurren a procesos de administración de pasivos para contar con el nivel de reservas necesarias, pero ya que esto no es un sustituto perfecto de la actuación de las autoridades monetarias y eleva la tasa de interés, esto no forma una recta en la oferta

monetaria, sino una curva ascendente²⁹ (segmento c -b). Por otra parte, debemos recalcar que el incremento endógeno de la tasa de interés, también debe interpretarse como un aumento del racionamiento crediticio por parte de los bancos.

No obstante que la autoridad monetaria no puede controlar la oferta monetaria y que las variaciones de la tasa de interés son endógenas, su influencia sobre estas variables, a través de la base monetaria, es determinante para la liquidez bancaria y la estabilidad del sistema financiero.

El papel de la política monetaria para prevenir las crisis financieras y asegurando la estabilidad financiera es explicado por Minsky con la HIF, tópico que desarrollaremos en el siguiente apartado.

2.2.3. La hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF) de Minsky

El planteamiento de HIF fue creado para explicar las crisis financieras dentro de un marco del pensamiento postkeynesiano. Este subraya como dentro de un entorno de crecimiento económico sostenido, acompañado del desarrollo financiero, se generan condiciones de inestabilidad financiera que resultan en una crisis económica. Minsky menciona que la *política monetaria* será central en la eliminación de la inestabilidad financiera, como una política contra cíclica.

Es necesario introducir algunos aspectos acerca de las empresas que Minsky considera en su hipótesis. En primer lugar, reconoce tres tipos de empresas que operan dentro del entorno económico; se clasifican de acuerdo a su grado de endeudamiento y en relación con sus ingresos :

²⁹ La versión estructuralista post keynesiana, “representa el estado de liquidez general en la economía poniendo énfasis en los flujos de crédito al contrario de la noción más restrictiva de cantidad de dinero. Aun así en esta modificada y más realista versión, la flecha de causalidad tradicional es revertida con la oferta monetaria (o más exactamente, el crédito) siendo determinada por la demanda, aunque no completamente por lo que no crea completamente su oferta; solo lo hace parcialmente”. Rousseas, 1992: 98.

1. Empresas Cubiertas (o Hedge). Se caracterizan por cubrir sus deudas (pago del principal e intereses) con los ingresos que obtienen.
2. Empresas Especulativas. Tienen la característica de que sus ingresos sólo alcanzan a cubrir los intereses generados por las deudas contratadas, durante el primer periodo. Debido a que estas no pueden pagar el principal de la deuda requieren de financiamiento adicional o un proceso de refinanciamiento para cubrir sus compromisos.
3. Empresas Ponzi. Con sus ingresos, no pueden pagar ni los intereses generados por la deuda ni tampoco el principal, durante el primer periodo. Es por ello que requieren de refinanciamiento de su deuda en mayor grado que las especulativas.

La inestabilidad financiera se da cuando el sistema económico pasa a ser dominado por las empresas Ponzi y especulativas, en lugar de las empresas cubiertas. Para entender esta transición, es necesario explicar el principio del riesgo creciente de Kalecki y la determinación de los componentes de inversión.

El principio del riesgo creciente indica que las empresas se enfrentaran a mayores tasas de interés, cuando aumenta su grado de apalancamiento y de inversión. El riesgo³⁰ “se explica sobre la base de dos elementos. Incrementa a medida que crece el monto invertido en relación con los fondos internos de la empresa, y a mayor inversión más alto el riesgo de no valorizar su capital adelantado (léase ganancias), tornándose peligrosa la situación en caso de existir capital de préstamo” (Levy, 2001: 58). Debido a que el riesgo se incrementa, los prestamistas no estarán dispuestos a arriesgarse por lo que impondrán una mayor prima (tasa de interés) para compensar un nivel mayor de riesgo.

³⁰ Este principio se basa implícitamente en el concepto de incertidumbre.

Por otra parte, Minsky se basa en los determinantes de la inversión que Keynes (1936) establece. Estos son la diferencia entre el precio de oferta y el precio de demanda de los bienes de capital, y la relación entre la tasa de interés de corto plazo y la eficiencia marginal de capital. Entonces, para que exista inversión el precio de demanda debe ser mayor al de oferta y la eficiencia marginal de capital debe rebasar a la tasa de interés.

El precio de oferta de los bienes de capital se definirá como aquel "...que bastaría exactamente para inducir a un fabricante a producir una unidad adicional del mismo, es decir, lo que algunos llaman costo de reposición" (Keynes, 1936: 125). Este precio depende de los costos financieros, los costos de los insumos productivos y de la tasa de ganancia.

Asimismo, Keynes (Ibíd.) establece la eficiencia marginal de capital "...como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de una serie de anualidades dadas por los rendimientos esperados, a su vez, al precio de oferta". La relación se puede expresar de la siguiente forma:

$$P_o = \sum_{i=1}^n \frac{Vf_n}{(1+m)^n}$$

En donde P_o es el precio de oferta, m es la eficiencia marginal de capital y Vf son los rendimientos esperados en el periodo n .

Por otra parte, el precio de demanda (que también es el precio de las acciones) se define como el valor actualizado de los rendimientos esperados, en función de una *tasa de interés* y de las expectativas futuras. Esto se puede expresar como:

$$P_d = \sum_{i=1}^n \frac{Vf_n}{(1+ti)^n}$$

Donde Pd es el precio de demanda y ti es la tasa de interés usada para descontar los rendimientos esperados.

Se debe subrayar que ambos precios son susceptibles a los efectos del principio del riesgo creciente. Esto es más evidente dentro del esquema de dos precios desarrollado por Minsky (gráfica 1.5); donde v representa el precio de demanda de los bienes de capital (que significa las ganancias esperadas de la inversión); y p representa el precio de oferta de los bienes de capital (es el precio en el mercado real de estos bienes). La curva FI asume los fondos internos de los que dispone la empresa.

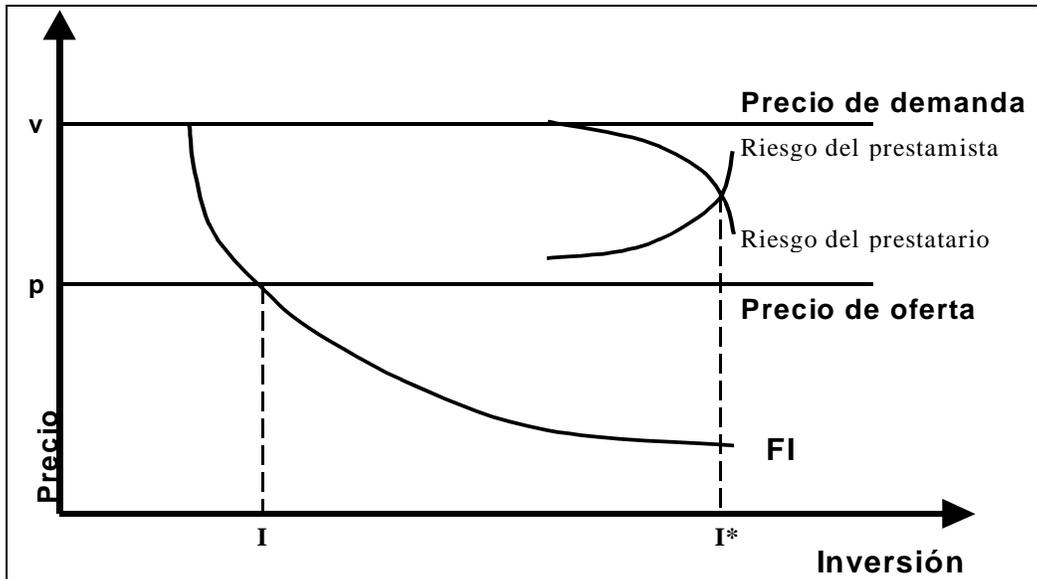
En este esquema, se incorpora el principio del riesgo creciente como riesgo del prestamista y del prestatario. El riesgo del prestamista afecta, directamente, al precio de oferta de los bienes de capital, ya que a mayores niveles de préstamos y de inversión, crece la posibilidad de que no se pague la deuda. Esto implica que los bancos compensen el incremento en los niveles de riesgo con una prima, que repercute en la elevación de la tasa de interés³¹ y se traduce en aumentos en los costos de los productores de bienes de capital, dependiendo del nivel de apalancamiento de cada productor. O bien, otra alternativa es que el precio de oferta se mantuviese constante para el vendedor, más no para el comprador, pues éste, dado su nivel de deuda, se vera afectados por el ascenso de los costos financieros. De esta forma se plantea porqué crece el precio de oferta a mayores niveles de apalancamiento e inversión.

En cuanto al precio de demanda, es afectado por el riesgo del prestatario, de forma negativa. Al crecer el nivel de inversión e incrementar el nivel de apalancamiento dentro de un ambiente de incertidumbre, no se posee la seguridad sobre los ingresos futuros. Por lo

³¹ El incremento de la tasa de interés bancaria resulta en una reducción de la eficiencia marginal de capital.

tanto, el prestatario acrecentara la tasa de descuento (ti) ante un nivel mayor de inseguridad,³² reduciendo el precio de demanda a medida que aumenta la inversión.

GRÁFICA 1.5 CONDICIONES DE FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN



Fuente: Levy (2001)

Al nivel de (I) se invierte la cantidad únicamente con recursos propios, pero debido a la diferencia entre el precio de oferta y demanda de capitales en este punto es grande, y también las posibilidades de ganancia, se incrementa el nivel de inversión por medio del endeudamiento, con un aumento el riesgo del prestatario y del prestamista, de manera que la inversión se realiza hasta (I*).

La inestabilidad financiera puede explicarse dentro del marco del ciclo económico. En un periodo de auge las empresas aumentan su inversión y las instituciones financieras elevan sus préstamos; este periodo suele estar dominado por empresas cubiertas o Hedge, las cuales pueden cumplir todos sus compromisos.

³² Dentro de la fórmula del precio de demanda de los bienes de capital, esto se traducirá en un incremento del denominador mayor al numerador, lo que reducirá la fracción.

Durante el mismo periodo de auge, se emprende la administración de pasivos y las innovaciones financieras por parte de las empresas y bancos, lo que los lleva a incurrir mayores compromisos, creando un ascenso del riesgo de cada unidad. Minsky (1987: 34) señala:

“Así, el desarrollo de un auge ve la experimentación con pasivos en tres niveles. Las empresas se comprometen más decididamente en el financiamiento por deuda, las familias y las empresas recortan su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con su deuda y los “bancos” incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, especialmente deuda pública. Más todavía, en medida siempre creciente, los bancos dependen de la administración de sus pasivos para acoger deudores, y las empresas deudoras emprenden una activa administración de pasivos para financiar su posición de activos”.

Así, las empresas en pleno auge, al aumentar la inversión (y el apalancamiento) y al recurrir a las innovaciones financieras y la administración de pasivos, desarrollan estructuras de pasivos complejas que suelen implicar compromisos, en efectivo, mayores a los ingresos esperados, debido a los mayores niveles de riesgo implícitos.

Esto ocasiona que las empresas *cubiertas o hedge* pasen a transformarse en *especulativas y/o ponzi*; mientras que las empresas especulativas se convierten en ponzi. En un sistema económico dominado bajo el último tipo de empresas, éste entra en una fase de inestabilidad financiera, ya que estas empresas suelen reducir la inversión, lo que se traduce en reducciones de la demanda agregada y de las ganancias esperadas.

Las empresas alcanzan un límite en su capacidad de endeudamiento y con compromisos mayores a sus ingresos, sólo podrán tomar dos acciones: a) reducir la adquisición de activos; y b) vender activos para cumplir con sus obligaciones. La conjunción de ambas situaciones terminará por desencadenar una crisis de deflación de deuda, pues cuando las empresas e instituciones financieras tratan de vender sus activos

para cubrir sus deudas, provocan una caída en su precio, que se manifiesta como una caída en el precio de las acciones (precio de demanda).

El incremento del costo de las deudas, la reducción de la inversión, de las ganancias esperadas y del valor de los activos conduce sin duda a un periodo de depresión, en el que muchas empresas incumplen el pago de compromisos y provocan quiebras.

La HIF nos muestra como se gestan crisis financieras dentro del ciclo económico. Ante esta situación, Minsky explica que el papel de la *política monetaria* es relevante tanto en el auge como en las crisis, en cuanto política contra-cíclica. El Banco Central tiene la función principal de ser el prestamista de última instancia, ya que provee de los recursos necesarios a los bancos para mantener su liquidez, es decir, por medio de políticas monetarias *acomodaticias* que aseguren un “dinero barato”, para refinanciar las deudas y evitar procesos de deflación de deuda.

Cabe recalcar que Minsky esta de acuerdo con Keynes en cuanto al papel de la política monetaria. Wray y Papadimitrou (1999: 15) mencionan en torno a este tema que el “gran gobierno es necesario y los déficits (fiscales) contracíclicos son necesarios para poner un piso a la demanda agregada y así a los precios corrientes de la producción. El gran banco y el prestamista de última instancia son necesario para poner piso a los precios de los activos para prevenir la deflación de deuda.”

El enfoque estructuralista asume las mismas conclusiones que Minsky, sobre la posición del Banco Central como prestamista de última instancia y el uso de la política monetaria para eliminar los efectos negativos del ciclo económico.

3. CONCLUSIONES

En este capítulo, se revisaron dos paradigmas del análisis económico: el “pensamiento convencional” basado en la oferta y el pensamiento de la “demanda agregada”. Las diferencias de surgen de su concepción particular del dinero dentro de la economía y del concepto de incertidumbre, dando como resultado políticas monetarias antagónicas.

Dentro del pensamiento convencional la escuela monetarista plantea a la *política monetaria como neutral* (excepto a muy corto plazo); a su vez, sugiere que está sea *restrictiva* en pos del control de la inflación, ya que supone que el principal efecto de la elevación de los precios, se debe al incremento de la cantidad de dinero. Por su parte, la escuela de las expectativas racionales retoma este planteamiento y, subraya que la política monetaria será no neutral sólo en caso de que ésta efectúe una acción imprevista por el público, lo cual lo puede llevarse a cabo de manera excepcional. Así, plantean políticas monetarias anti-inflacionarias y proponen la adopción de reglas fijas para la autoridad monetaria y la independencia del Banco Central.

La escuela “neoliberal” también plantea *políticas monetarias restrictivas* con el fin de incrementar la tasa de interés, pues con esta medida se supone un incremento del ahorro, control de la fuga de capitales y fomento de la inversión. Igualmente, propone una serie de medidas a nivel institucional encaminadas a liberalizar el sistema económico y evitar la represión financiera y comercial.

Hicks por su parte, propone políticas monetarias activas que impidan incrementos excesivos de la tasa de interés y que sean complementarias a la política fiscal, aunque en su modelo (IS-LM), la economía puede alcanzar el equilibrio (pleno empleo) sin la necesidad de intervención de las autoridades monetarias.

Por su parte, los nuevos keynesianos advierten que la *política monetaria* es no neutral a corto plazo debido a las imperfecciones del mercado (información imperfecta, riesgo moral y selección adversa). De esta forma, podrá aprovecharse para promover el crecimiento económico.

Keynes, por su parte, plantea que la economía es inherentemente inestable, debido a la incertidumbre, bajo este orden, el mercado no asegurara el pleno empleo. Es por ello que propone *políticas monetarias* que intervengan continuamente en el mercado monetario para garantizar el pleno empleo. Sin embargo, la política monetaria sería ineficaz por sí misma en épocas de severa recesión (trampa de la liquidez) por lo que se requiere el uso de la política fiscal.

Por otro lado, los postkeynesianos horizontalistas sugieren que las autoridades monetarias establezcan la tasa de interés a un nivel que permita el crecimiento económico y a esta tasa el Banco Central deberá de adoptar una *política monetaria acomodaticia* al proveer las reservas que los bancos comerciales demanden. De igual forma, los postkeynesianos estructuralistas propondrán *políticas monetarias* que aseguren la liquidez del sistema; esto con el fin de evitar la falta de liquidez de los bancos y con ello proveer dinero barato para refinanciar las deudas y evitar colapsos financieros. En ambos casos, estos teóricos presentan novedades teóricas al incorporar el papel del sistema financiero en la generación del dinero y sus implicaciones sobre el resto de la economía. Cabe mencionar que ambos planteamientos consideran, al igual que Keynes, la política monetaria ineficaz en etapas de profunda recesión. Ante tal circunstancia, resulta necesario recurrir a la política fiscal.

Por ultimo, las diferentes concepciones teóricas establecen políticas monetarias de diversas índole: algunas plantean que el sistema económico tiende al equilibrio (al eliminar

la incertidumbre) y destacan el papel del sistema financiero como un simple intermediario; y otras basadas en que la economía es inherentemente inestable debido a la incertidumbre y, que el papel del sistema financiero es activo en la estabilidad económica. Lo anterior lleva a la conclusión de que no existe un consenso en cuanto al análisis y aplicación de las políticas monetarias dentro del pensamiento económico, debido a los diferentes supuestos que asumen.

CUADRO 1.1: RESUMEN DE LAS PRINCIPALES POSICIONES TEORICAS Y SUS RECOMENDACIONES DE POLÍTICA MONETARIA.

CORRIENTES TEORICAS	SUGERENCIAS DE POLÍTICA MONETARIA.
PENSAMIENTO CONVENCIONAL	
Monetaristas (Cambridge y Fisher)	Política monetaria neutral, excepto en el corto plazo. Políticas monetarias restrictivas, reducen la tasa de interés y la inflación.
Friedman	No se recomienda el uso de la política monetaria debido a los rezagos temporales. Esta debe de combatir la inflación y mantener un crecimiento uniforme de las existencias del dinero.
Enfoque de la balanza de pagos	Política monetaria que controle el crédito interno para obtener un nivel objetivo de reservas internacionales en el que se encuentre en equilibrio la balanza de pagos.
Hicks	Política monetaria no neutral. Debe de ser complemento de la política fiscal.
Expectativas racionales	Política monetaria neutral, excepto con previsiones adaptativas. Se recomienda una política restrictiva que persiga el control de la inflación.
“Neoliberales”	Sugieren políticas monetarias restrictivas que incrementen la tasa de interés, el ahorro, incentiven la inversión y eviten la fuga de capitales.
Nuevos Keynesianos	Política monetaria no neutral a corto plazo debido a imperfecciones del mercado. Puede aplicarse para promover el crecimiento económico.
PENSAMIENTO DE LA DEMANDA AGREGADA	
Keynes	Política monetaria no neutral, excepto en épocas de depresión aguda (trampa de la liquidez). Sugiere que debe de ser una política monetaria amplia que facilite el crédito.
Horizontalistas	Política monetaria acomodaticia que garantice la liquidez del sistema bancario.
Verticalistas y Minsky	Política monetaria contracíclica y Banco Central como prestamista de última instancia.

Fuente: elaboración propia.

CAPÍTULO 2. LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En el capítulo anterior se concluyó que los diferentes paradigmas económicos (el pensamiento convencional y el análisis de la demanda agregada) sugieren políticas monetarias antagónicas, que obedecen a sus respectivas concepciones de endogeneidad ó exogeneidad monetaria y de neutralidad o no-neutralidad del dinero. Sin embargo, esto no es suficiente para analizar los efectos de la política monetaria sobre el sistema financiero; en consecuencia, deberá someterse a estudio cómo es que la política monetaria se trasfiere desde el sector monetario al real, es decir, los *mecanismos de transmisión de la política monetaria*. A partir de esta perspectiva de análisis, es posible determinar los mecanismos más adecuados en relación a los arreglos institucionales-financieros que prevalecen en cada economía y, así, es posible valorar, en la parte empírica, si se ha conducido una política monetaria adecuada.

Por otra parte, un apartado fundamental dentro del estudio de los mecanismos es todo lo referente a los cambios institucionales en el sistema financiero que datan a partir de la década de 1970, ya que a raíz del rompimiento del Sistema Bretton Woods, en 1971, los mecanismos de transmisión sufren modificaciones con el fin de adecuarse al nuevo entorno internacional.

Adicionalmente, el presente capítulo aborda un segundo objetivo de importancia: demostrar cómo a partir de los cambios institucionales ocurridos en las últimas tres décadas, el sistema bancario queda relegado como la principal vía de transmisión, dando paso a mecanismos que funcionan a través de la manipulación de precios (precios de los

activos y tipo de cambio). Todo esto aumenta la importancia del sistema bursátil en el financiamiento de la inversión.

Con el propósito de discutir lo anterior este capítulo queda dividido en tres partes: en la primera, se define y explica la importancia de los mecanismos de transmisión; en la segunda, se analizan los diferentes planteamientos teóricos sobre los mismos; y por último, se explican los efectos de los cambios institucionales sobre los mecanismos de transmisión, tanto en los países desarrollados como en desarrollo.

1. DEFINICIÓN E IMPORTANCIA DE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Un estudio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria debe de tomar en cuenta dos definiciones: a) es el conjunto de vías por medio de las cuales las decisiones de las autoridades monetarias se transfieren a la economía, a través del sistema financiero; b) son una serie de “encadenamientos que se producen entre las variables económicas como respuesta a las medidas de política monetaria” (Rojas, 1999:3), con el fin de alcanzar un objetivo económico.

En base a las anteriores definiciones destacan dos situaciones en las que radica la importancia de los mecanismos de transmisión. Por una parte, la política monetaria actúa con *rezagos*³³ debido al encadenamiento de las variables existentes entre instrumentos monetarios y objetivos económicos, por lo tanto, siempre existe la posibilidad de una generación de efectos colaterales que eviten la consecución de las metas propuestas. Por otra parte, los mecanismos de transmisión dependen del sistema financiero prevaliente. Como resultado de *ambas situaciones*, el uso de la política monetaria requerirá de la valoración de las vías por las cuales actúa, ya que permitirá prever si los objetivos

³³ Esto significa que siempre pasa un tiempo antes de que los efectos sean visibles

económicos se conseguirán, además, ayudará a determinar cuáles instrumentos son los más eficaces y eficientes dentro del contexto de la estructura económica prevaleciente.

Los mecanismos de transmisión se pueden agrupar en dos grandes rubros: disponibilidad crediticia³⁴ y precios (precios de los activos, tasa de interés y tipo de cambio). Al mismo tiempo, será necesario tomar en cuenta que la ejecución de la política monetaria es más que la simple intervención discrecional de las autoridades en los mercados financieros a través de sus *instrumentos directos*,³⁵ de igual modo, se debe incluir en este proceso la supervisión y regulación bancaria (y financiera) como elementos fundamentales que afectan el comportamiento de los agentes (*instrumentos indirectos*) determinando en gran medida las acciones de las autoridades monetarias.

2. DEBATE TEORICO SOBRE LOS MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

Como se mencionó anteriormente, diferentes corrientes teóricas definen a los mecanismos de transmisión. En primer lugar surge la interpretación monetarista que es retomada por la escuela de las expectativas racionales. En segundo lugar, está el planteamiento de la demanda efectiva (Keynes y los post keynesianos) que presentan una propuesta teórica basada en la no-neutralidad del dinero y la endogeneidad monetaria. También, surgen diversas interpretaciones del planteamiento de Keynes dando paso, entre otros, a los planteamientos teóricos de Hicks, Tobin y los Nuevos Keynesianos. Asimismo, no debe descartarse al tipo de cambio como canal de transmisión de la política monetaria, sujeto a diversas interpretaciones, de las cuales se retoman las más representativas. En los siguientes

³⁴ Existen tres versiones: a) versión monetarista basada en la habilidad de controlar la base monetaria; b) versión de los nuevos keynesianos, basada en imperfecciones del mercado; c) versión post keynesiana, basada en la habilidad de los bancos en la generación de crédito.

³⁵ Véase pie de pagina 3.

apartados, se expondrá cada uno de estos planeamientos resaltando el papel del sistema financiero en cada interpretación.

2.1 Monetaristas

Los monetaristas (y la escuela de las expectativas racionales) argumentan que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es directo y se basa en la teoría cuantitativa del dinero (véase capítulo 1 apartados 1.1 y 1.3). Esto implica que cualquier incremento en la oferta monetaria (a través de la base monetaria o por variaciones del coeficiente de reservas bancarias) será gastado por el público en la compra de bienes y servicios, lo que conlleva a un incremento en los precios. Esquemáticamente tenemos:

$$\Delta M \rightarrow \Delta E \rightarrow \Delta Y \approx \Delta P + \Delta y \quad (\Delta y \text{ en el corto plazo, }^{36} \Delta P \text{ en el largo plazo})^{37}$$

Donde ΔM = tasa de crecimiento de la oferta monetaria nominal, ΔE = tasa de crecimiento del gasto nominal, ΔY = tasa de crecimiento del ingreso nominal, ΔP = tasa de crecimiento de los precios, y Δy = tasa de crecimiento del ingreso real.

Esta teoría supone tres factores fundamentales para su cumplimiento: una cantidad definida de dinero, que implica suponer una oferta monetaria exógena controlada por las autoridades, y una demanda estable de dinero (velocidad del dinero estable), es decir, no existe el atesoramiento por expectativas inciertas. Esto significa que el sistema financiero sólo asume el papel de intermediario (un papel pasivo) en la transmisión de la política monetaria, pues al considerarse al multiplicador bancario como estable, ante los incrementos (o decrementos) de la base monetaria, los bancos comerciales reaccionarán con incrementos (o decrementos) en la cantidad de créditos.

³⁶ En el caso de la escuela de las expectativas racionales, sólo políticas monetarias inesperadas o sorpresivas podrían causar este efecto.

³⁷ Akhtar y Chowdhury. 1996: 155

Como se nota, esta teoría excluye de su análisis el proceso de inserción del dinero en la economía. Friedman, a través de la analogía del “helicóptero y la aspiradora”,³⁸ propone que el proceso de control de la cantidad de dinero es irrelevante. En consecuencia, centro su atención sobre los efectos posteriores a la introducción del dinero.

Por su parte, Kaldor (1982: 28) cuestiona la posición de Friedman (y de los monetaristas), ya que resalta que “el mecanismo de transmisión de dinero a ingreso queda en una ‘caja negra’ – que no se explica, y ni siquiera intenta hacerlo”. La crítica que realiza se centra en los supuestos fundamentales de los monetaristas, y argumenta que en la economía real no existe una demanda estable por el dinero y, en cuanto a la oferta monetaria, ésta endógena debido a las prácticas acomodaticias que adoptan los Bancos Centrales para evitar crisis financieras. Para ampliar este planteamiento se analizara la interpretación postkeynesiana sobre el mecanismo de transmisión en el siguiente apartado.

2.2 La interpretación postkeynesiana

Keynes mediante su propuesta de la neutralidad del dinero, menciona en forma detallada el uso de la tasa de interés de corto plazo, como un mecanismo de transmisión para incrementar la escala de la inversión y hará una mención implícita de la disponibilidad crediticia como un mecanismo³⁹ alternativo. Posteriormente, los postkeynesianos, tanto estructuralistas como horizontalistas, retoman el planteamiento anterior y desarrollan explícitamente la variable del financiamiento ó disponibilidad crediticia como parte fundamental del mecanismo de transmisión del sector monetario al real, dentro de un

³⁸ La analogía del helicóptero y la aspiradora se refiere al supuesto de que el dinero introducido en la economía es arrojado desde un helicóptero y retirado por medio de una aspiradora; esto implica que todos los agentes son afectados por igual.

³⁹ Keynes señala: “Hay una tendencia a la existencia de un grupo insatisfecho de prestatarios, y el tamaño de los cuales se puede expandir o contraer, por lo que los bancos pueden influenciar el volumen de la inversión por una expansión o contracción del volumen de sus préstamos, sin la necesidad de que exista un cambio en la tasa de interés bancaria ni en la demanda por crédito ... este fenómeno es capaz, cuando existe, de tener una gran importancia práctica”. Keynes.1930: 212, Vol. I.

ambiente de endogeneidad monetaria, donde es fundamental el comportamiento de los intermediarios financieros. Ambos planteamientos, se analizan a continuación.

Los horizontalistas desarrollaran su mecanismo de transmisión bajo un marco en el cual la tasa de interés es determinada exógenamente por las autoridades,⁴⁰ donde los bancos comerciales son tomadores de precios, y a cada nivel de tasa de interés la *demanda “efectiva” de dinero* se satisface, o sea, la oferta monetaria es determinada por los demandantes que los bancos consideren solventes. (véase capítulo 1 apartado 2.2.1).

A partir de este planteamiento es posible extraer el mecanismo de transmisión, mismo que funciona de la siguiente manera: Las autoridades monetarias deciden incrementar, unilateralmente, la tasa de interés base (i), y crea una reducción de la demanda de dinero, y por lo tanto de su oferta. Esta circunstancia obedece a dos situaciones. Primero, se genera un aumento en los requerimientos crediticios (colaterales) lo que provoca que menos demandantes sean considerados sujetos de crédito por los bancos y, por tanto, se limita el tamaño de la demanda “efectiva” de créditos. Segundo, en el caso probable de que el crecimiento de la tasa de interés fuese mayor a las expectativas de ganancia futuras, esto genera una reducción de las decisiones de inversión y conduce a un decremento en la demanda de crédito. En ambos casos, se produce una caída de la demanda agregada vía disminución de la inversión y, repercute negativamente en el ingreso. Esto se representa en el siguiente esquema:

$$i \uparrow \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} \text{Colaterales crediticios} \uparrow \Rightarrow \text{Sujetos de crédito} \downarrow \\ \text{Expectativas de ganancia} \downarrow \Rightarrow \text{Decisiones de inversión} \downarrow \end{array} \right\} \Rightarrow M^d \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

⁴⁰ Al ser considerada la tasa de interés como exógena, por los horizontalistas, se niegan el papel de la teoría de la preferencia de la liquidez en la determinación de la tasa de interés.

En esta versión del mecanismo de transmisión, se toma en cuenta el uso de la tasa de interés a corto plazo para afectar las expectativas y, así, las condiciones crediticias, la demanda de dinero y la actividad económica. Además, los bancos comerciales no juegan un papel pasivo, pues estos otorgarán créditos solamente a los que consideren sujetos del mismo.⁴¹ Sin embargo, este planteamiento no considera la disponibilidad crediticia por parte de los bancos como un elemento central. El elemento fundamental de su argumentación es la actuación del Banco Central como prestamista de última instancia, al “acomodarse” a las demandas de reservas de los bancos comerciales a una tasa de interés.

Es importante recordar que la estructura de las tasas de interés bancarias, con respecto a la tasa de interés base, no sufrirá variaciones, puesto que esta no necesariamente se altera con la actividad económica⁴² “desde que el crédito es otorgado sobre la base de la solvencia de los consumidores, a los colaterales suministrados y a la duración del préstamo” (Mantey y Levy, 2001: 2).

Por otra parte, el mecanismo *postkeynesiano estructuralista* se basa en el planteamiento de Keynes (1936) de la preferencia por la liquidez (tanto de prestamistas como prestatarios), la tasa de interés como fenómeno monetario y en los determinantes de la inversión; los cuales son las diferencias entre la eficiencia marginal del capital (EMC) y la tasa de interés (de corto plazo), y del precio de oferta con el precio de demanda (precio de las acciones),⁴³ donde se incluye explícitamente la EMC y la tasa de interés de largo plazo, respectivamente. Entonces, para que nueva inversión se realice, la EMC deberá ser

⁴¹ A diferencia la posición estructuralista, incrementos de la tasa de interés no restringen la oferta monetaria ya que los bancos comerciales se acomodaran a sus demandas de crédito. Sin embargo, los bancos solo otorgaran créditos aquellos que consideren sujetos de crédito (creditworthy).

⁴² Para mayores referencias véase capítulo 1 apartado 2.2.1

⁴³ “La escala de la inversión depende de la relación entre la tasa de interés y la curva de eficiencia marginal de capital ... en tanto [que esta] depende de la relación entre el precio de oferta de un bien de capital y su rendimiento probable”. Keynes. 1936: 135.

mayor a la tasa de interés, y el precio de demanda mayor que el de oferta; a mayores diferenciales, mayores incrementos en la inversión.

Lo anterior queda plasmado en el esquema de dos precios de Minsky (véase capítulo 1 apartado 2.2.3) y, a partir de este desarrollo es posible derivar el mecanismo de transmisión, que funciona de la siguiente forma:

Una política monetaria restrictiva (M) eleva la tasa de interés base (i), lo que se traduce en incrementos de la *tasa de interés activa*, dado que crece el riesgo del prestamista (RP) ante la posibilidad de que los deudores incumplan con sus compromisos.⁴⁴ Igualmente, eleva el riesgo del prestatario (RB) al ascender los costos financieros y disminuir las expectativas de ganancia, se reduce, a su vez, la *eficiencia marginal de capital*. Esto genera dos efectos: por un lado aumenta el precio de oferta (Po) e incrementa el racionamiento crediticio⁴⁵ y, por otro lado, reduce el precio de demanda (Pd) y con ello afecta al precio de las acciones, disminuyendo su diferencia con el Po y desalentando la inversión. Sin embargo, esto no se traduce, necesariamente, en una menor demanda crediticia, puesto que las empresas requerirán contratar nuevos créditos para refinanciar su deuda, dado su nivel de apalancamiento. Este último crece conforme se eleva la escala de la inversión dentro el ciclo económico. El resultado del proceso anterior es una reducción de la inversión, de la demanda agregada y del ingreso, esquemáticamente tenemos:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} RP \uparrow \Rightarrow Po \uparrow \Rightarrow \text{Racionamiento crediticio} \uparrow \\ RB \uparrow \Rightarrow Pd \downarrow \Rightarrow \text{Decisiones de inversión} \downarrow \end{array} \right\} \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

⁴⁴ Debe de enfatizarse que la tasa de interés activa no mantiene un margen constante sobre la tasa base, tal y como suponen los horizontalistas. El margen cambiara de acuerdo al riesgo del prestamista que varía con el ciclo económico, dado el supuesto de que el nivel de apalancamiento de las empresas crecerá conforme se incremente la escala de la inversión.

⁴⁵ Debido a las posibilidades de incumplimiento de pago de las empresas más endeudas.

En este mecanismo actúan conjuntamente la disponibilidad crediticia y la tasa de interés de largo plazo (Pd); ambas en función de las *expectativas de ganancia*, que pueden ser afectadas por variaciones de la tasa de interés de corto plazo.

Por último, ambos planteamientos postkeynesianos no consideran útil la política monetaria, por sí misma, para incentivar la inversión en etapas de crisis, debido a las expectativas negativas de ganancia. En este caso, será necesario recurrir a la política fiscal.

El planteamiento original de Keynes (1936) no sólo es replanteado por los postkeynesianos, también, es retomado por otras teorías bajo marcos teóricos de equilibrio general. En primer lugar, Hicks reinterpreta a Keynes y enfatiza en la tasa de interés de corto plazo. En segundo lugar, Tobin retoma el planteamiento de la tasa de interés de largo plazo. Finalmente, los nuevos keynesianos enfatizan sobre la disponibilidad crediticia. Estos planteamientos se presentan en los siguientes apartados.

2.3 El canal convencional de la tasa de interés: Hicks

La teoría de la síntesis neoclásica keynesiana ha reinterpretado al mecanismo de Keynes (1936) reformulándolo como el canal de la tasa de interés. Específicamente, *Hicks* intenta conciliar la teoría neoclásica con el planteamiento de Keynes en su conocido esquema IS-LM, que plantea como determinantes de la inversión al ingreso y a la *tasa de interés de corto plazo*. Este último factor es considerado, dentro del modelo, como una variable real o monetaria, y como el principal determinante de los movimientos de la inversión; desde esta perspectiva se elimina el papel de la *incertidumbre* y de las expectativas de ganancia futuras en la determinación de la inversión. (Para mayores referencias, revisar capítulo 1 apartado 1.2).

Como el modelo considera que la oferta monetaria es controlada por las autoridades monetarias, esto les permite alterar la tasa de interés para modificar la inversión, vía

cambios en los costos de financiamiento. Así, se genera la siguiente interpretación del mecanismo de transmisión: una política monetaria contraccionista (M) que reduce la cantidad de dinero, permite un incremento de la tasa de interés (i), aumenta los costos del financiamiento y desalienta las decisiones de inversión (I). Lo anterior permite una disminución de la demanda agregada y por lo tanto de la producción (Y). Este canal tiene lugar a través del sistema bancario, mismo que experimentará una reducción en la demanda de créditos entre mayor sea la tasa de interés bancaria activa. Véase :

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow \quad ^{46}$$

En el modelo IS-LM, el sistema financiero es considerado únicamente como intermediario de recursos financieros, el cual, al igual que el mecanismo monetarista, tendrá un papel “pasivo” en la transmisión de la política monetaria.

2.4 El canal del precio de los activos: q' de Tobin, efecto riqueza y bienes duraderos

Dentro de los mecanismos de transmisión existe el llamado canal de precio de los activos, el cual se refiere al precio de las acciones en el mercado de dinero. Sobre de este mecanismo se han construido diversas interpretaciones. En primer lugar, Tobin (1978) desarrolla su interpretación alrededor de la variable q' , basándose en Keynes (1936); por otra parte, existe una interpretación de este canal sustentado en la hipótesis de Modigliani, sobre el ciclo de vida llamado *efecto riqueza*; por último Bernanke y Gertler (1995) crean una interpretación fundamentado en los *efectos de la liquidez de los hogares*. Con el fin de establecer, desde la perspectiva convencional, la importancia que estos autores le confieren al precio de las acciones como medio de transmisión de la política monetaria, se revisan sus postulados a continuación.

⁴⁶ Mishkin (1998)

Tobin (1978) desarrolla un mecanismo centrado en el precio de los activos financieros. Para ello establece una variable llamada q' que indica el valor de mercado de las empresas dividido entre el costo de reemplazo del capital. A mayor valor de q' las empresas pueden financiar nuevo equipo a través de la emisión de acciones,⁴⁷ ya que la inversión resultará barata en comparación con el valor de mercado de las empresas.

Debido a que el precio de las acciones puede ser alterado por la política monetaria, esto genera un canal a través del cual se puede afectar el nivel de inversión. Una política monetaria (M) contraccionista, desde la perspectiva convencional-monetarista, disminuye el precio de las acciones debido a dos razones: a) El dinero disponible para los consumidores se reducirá y, por tanto, caerán sus gastos y comprarán menos acciones; b) La política monetaria contraccionista, a corto plazo, eleva la tasa de interés y hace más atractivo los bonos a comparación de las acciones; de esta manera, se genera un desplazamiento de los fondos hacia los títulos gubernamentales.

En ambos casos, la caída del precio de las acciones (Pe) disminuye el precio de las empresas, el valor de q' y, consecuentemente, provoca una reducción de la inversión, de la demanda agregada y del producto. Véase el siguiente esquema :

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow q' \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{48}$$

Tobin considera el uso de la tasa de interés como mecanismo para incentivar la inversión; sin embargo, no deja de considerar al sistema financiero como un intermediador de recursos con un papel pasivo. Crotty (1990) señala que Tobin desarrolla su teoría sobre la hipótesis de mercados financieros eficientes, la cual establece que los precios de mercado de los títulos financieros se encuentran en equilibrio, pues reflejan por completo toda la

⁴⁷ El mayor valor de las empresas también les permite aprovechar las acciones como garantías para obtener financiamiento bancario.

⁴⁸ Op. cit. Mishkin.

información disponible y se anticipan al futuro. Esto resulta en la desaparición de la incertidumbre que es central en Keynes.⁴⁹

Por otra parte, existe el llamado *canal de los efectos de la riqueza sobre el consumo* basado en la hipótesis de Franco Modigliani sobre su modelo del ciclo de vida, en el cual se explica que el consumo de los individuos esta determinado por los recursos totales de la vida de los mismos. Estos recursos están compuestos de capital humano, capital real y riqueza financiera. El mecanismo, en cuestión, se refiere a los efectos del valor de las acciones sobre el consumo de las familias, a partir de esta teoría. Cuando cae el precio de las acciones, es de esperarse una caída del valor de la riqueza financiera de las familias; colateralmente, se reduce los recursos que éstas destinan para el consumo (del ciclo de vida) y, de igual manera, su gasto. Una política monetaria contraccionista que disminuya el precio de las acciones (Pe), reduce la riqueza de las familias y, así, el consumo y la producción. Esquemáticamente se puede véase de la siguiente forma:

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow riqueza \downarrow \Rightarrow consumo \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{50}$$

Esta teoría supone un mercado de capitales con una amplia participación del público; de otra forma este canal no existiría. El siguiente canal supone lo mismo.

*El mecanismo de los efectos de la liquidez de los hogares,*⁵¹ se refiere al deseo de los consumidores por gastar y a su posición financiera. Este plantea que ante un apuro financiero, los consumidores preferirán poseer activos con alta liquidez (activos financieros) en lugar de activos no líquidos (bienes durables y bienes raíces), puesto que si

⁴⁹ Aun cuando se tuviese toda la información disponible sería imposible determinar toda la gama de acontecimientos futuros y sus consecuencias, debido a que el futuro es incierto (incertidumbre).

⁵⁰ Op. Cit Mishkin

⁵¹ Mishkin coloca a este mecanismo dentro de los canales crediticios de los nuevos keynesianos ya que es desarrollado por dos teóricos de esta corriente: Bernanke y Gertler (1995). Pero este mecanismo se refiere más a los efectos del precio de las acciones sobre las familias, que a las decisiones de préstamo de los bancos; por tal razón es mejor clasificarlo en este apartado.

esperan a estar en problemas financieros es probable que al intentar vender sus activos no líquidos (bienes durables) sean castigados por el mercado, o sea, no logran realizar su valor completo. Por esta razón, los consumidores prefieren los activos líquidos, pues es más probable que obtengan su valor total en los mercados a comparación de los activos no líquidos.

El mecanismo opera de la siguiente forma: cuando existe una caída del precio de las acciones (Pe), debido a una política monetaria contraccionista, la posición financiera del consumidor se deteriora e incrementa las posibilidades de incumplimiento de pagos (PAF), esto lleva al consumidor a detener su gasto en bienes durables (GBD) e, inclusive, a vender los que tiene. Los efectos resultantes serán una caída de la inversión y del producto. Esquemáticamente se puede véase como sigue:

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow \text{activos financieros} \downarrow \Rightarrow PAF \uparrow \Rightarrow GBD \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{52}$$

2.5 El canal crediticio

Los nuevos keynesianos desarrollaron este canal. En general postula que la cantidad de crédito otorgado es importante, independientemente de su costo (Stiglitz y Weiss, 1981), y que los conceptos de *selección adversa* y *riesgo moral*⁵³ serán afectados por la tasa de interés aumentando o disminuyendo el racionamiento crediticio. Además, aceptan que el papel del sistema financiero es *activo*, debido a imperfecciones del mercado como: rigidez de precios (incluyendo tasa de interés) e información imperfecta. Se debe de recalcar que la tasa de interés bancaria queda determinada por los bancos en función de sus condiciones de

⁵² Ibid.

⁵³ *Selección adversa* se refiere a la incapacidad de los bancos de distinguir la calidad de sus clientes ex ante, por lo que incrementos de la tasa de interés pueden provocar que el otorgamiento de créditos se dé mayoritariamente a clientes con proyectos “malos” o riesgosos en vez de a clientes seguros con bajo riesgo. *Riesgo moral* se refiere al problema de que ante mayores tasas de interés las empresas optaran por proyectos más riesgosos con mayores ganancias para cubrir los costos financieros. Para una mayor explicación de los problemas de riesgo moral y selección adversa véase *capítulo 1 apartado 1.5*

maximización de ganancias sujetas a la disponibilidad de fondos (véase Cáp. 1 apartado 1.5).

Los nuevos keynesianos distinguen dentro del canal crediticio cuatro sub-canales: el canal del préstamo bancario, el canal de la hoja de balance, el canal del flujo de efectivo y el canal del nivel de precios no anticipado.⁵⁴ Se revisan a continuación.

El canal del préstamo bancario indica que una reducción de la oferta monetaria, por causa de una política monetaria contraccionista, resulta en una caída de los créditos otorgados por los bancos, pues ésta deprime el nivel de reservas y depósitos de la banca comercial, impidiendo a los bancos incrementar sus préstamos. Ello provocará una reducción de la inversión y el producto. Esquemáticamente podemos verlo como :

$$M \downarrow \Rightarrow \text{Depósitos bancarios} \downarrow \Rightarrow \text{Préstamos bancarios} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{55}$$

Debe de recordarse que esta teoría supone que los préstamos son iguales a los ahorros previos en depósitos y reservas dentro del banco.

El canal de la hoja de balance actúa sobre la riqueza de las empresas. Supóngase que las empresas reducen su riqueza, disminuyendo la seguridad en la recepción de préstamos por los requerimientos bancarios para otorgar créditos. Esto genera el incremento de dos problemas: el de selección adversa y riesgo moral.⁵⁶ El aumento del problema de la selección adversa trae consigo una caída de los préstamos bancarios. Una menor riqueza de las empresas eleva el problema del riesgo moral, puesto que las empresas arriesgan una menor cantidad de riqueza al incrementar los incentivos para llevar a cabo proyectos más riesgosos. Los bancos prevén esta situación y limitan los préstamos, llevando a la reducción de los gastos de inversión.

⁵⁴ La exposición se desarrollará de acuerdo a Mishkin (1998).

⁵⁵ Op. Cit . Mishkin.

⁵⁶ Conceptos definidos en el capítulo 1 apartado 1.5

La política monetaria actúa a través de este canal de la siguiente forma: una política monetaria (M) contraccionista causa que el precio de las acciones baje (Pe); esto disminuye la riqueza de las empresas, permite una reducción de la inversión (I) y, además, conduce a la caída del producto (Y). Como mencionamos anteriormente, esto se debe a un incremento de los problemas de selección adversa y riesgo moral. Esquemáticamente se expresa:

$$M \downarrow \Rightarrow Pe \downarrow \Rightarrow \text{selección adversa} \uparrow \& \text{riesgo moral} \uparrow \Rightarrow \text{prestamos bancarios} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{57}$$

El del canal del flujo de efectivo, es similar al anterior y enfatiza en los flujos de efectivo de la empresa. Una política monetaria contraccionista eleva el nivel de la tasa de interés, provoca una reducción de los flujos de efectivo de las empresas y deteriora la hoja de balance de las empresas, mediante la reducción de los ingresos. Esto significa una menor riqueza para las empresas, lo que aumenta los problemas de selección adversa y riesgo moral, y reduce la inversión y el producto. Esquemáticamente se obtiene:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow \text{flujo de efectivo} \downarrow \Rightarrow \text{selec. adversa} \uparrow \& \text{riesgo moral} \uparrow \Rightarrow \text{prestamos} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{58}$$

El canal del nivel de precios no anticipado, opera a través del nivel general de precios. Las empresas contratan deuda a tasas de interés nominales y un incremento no anticipado de los precios, debido a una política monetaria expansiva, conduce a la reducción de la carga de la deuda en términos reales (debido a una mayor inflación). Con una reducción del valor de los pasivos aumenta la riqueza de las empresas y disminuye los problemas de selección adversa y riesgo moral, además de que se permite un incremento de los préstamos, la inversión y el producto. Esto se traduce en :

$$M \uparrow \Rightarrow P \text{ no anticipada} \uparrow \Rightarrow \text{selec. adversa} \downarrow \& \text{riesgo moral} \downarrow \Rightarrow \text{préstamos} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow^{59}$$

⁵⁷ *Ibíd.*

⁵⁸ *Ibíd.*

⁵⁹ *Ibíd.*

Es necesario aclarar que el desarrollo del racionamiento crediticio de los nuevos keynesianos difiere del postkeynesiano de dos formas debido al concepto de incertidumbre.

En primer lugar, los nuevos keynesianos, al plantear el concepto de información asimétrica, asumen que los demandantes de crédito tienen para cada proyecto una precisa curva de distribución de probabilidad de retorno de los ingresos; por lo tanto, cuentan con la información “real” (sin incertidumbre) de su proyecto, misma que los prestamistas no poseerán.⁶⁰ En contraposición, los postkeynesianos reconocen la existencia de la información asimétrica, pero con incertidumbre; esto genera el desconocimiento tanto prestamistas como demandantes de crédito de todas las posibles variables y variantes futuras de los proyectos .

En segundo lugar, los nuevos keynesianos, al eliminar la incertidumbre, no reconocen el papel de las *expectativas asimétricas* de ganancia en el racionamiento crediticio, tal como plantean los postkeynesianos, fundamento de su desarrollo. Estas consisten en que tanto los prestamistas y los prestatarios, evalúan el futuro de forma diferente, ya que asumen diferentes riesgos sujetos a la incertidumbre (*RP* y *RB*). De esta manera, el prestamista considerará que algunos proyectos son riesgosos (y con baja posibilidad de repago) a pesar de que sus promotores los consideren seguros, lo que genera un grupo de demandantes de crédito insatisfechos. El resultado es un racionamiento crediticio debido a las expectativas asimétricas acerca del futuro, las cuales no son estáticas; a su vez los cambios de opinión que alteren el riesgo del prestamista⁶¹ (y del prestatario) variarán el financiamiento bancario.

⁶⁰ También se asume que aunque los prestamistas pudiesen conocer los retornos medios del proyecto, quedan incapacitados para precisar el riesgo del proyecto.

⁶¹ Existen cambios sistemáticos en la opinión de los banqueros que se deben a factores endógenos al sistema económico, los cuales son percibidos a través de los cambios en las posiciones financieras de los participantes.

2.6 Tipo de cambio

Este mecanismo explica los efectos de la política monetaria sobre el tipo de cambio y el efecto de este variable sobre la producción. El tema ha sido abordado desde distintas perspectivas, específicamente estudiaremos tres versiones representativas⁶²: el enfoque de la balanza de pagos (EBP), la propuesta monetarista y la versión postkeynesiana.

El mecanismo de transmisión basado en el EBP supone una demanda estable de dinero, una oferta de dinero exógena, *tipo de cambio fijo*; la economía representa una pequeña parte de la economía internacional; existe libre movilidad de mercancías, más no de capitales, lo que indica sistemas financieros cerrados (véase capítulo 1 apartado 1.1.1). Este mecanismo, funciona de la siguiente forma: el incremento de la oferta monetaria (M) crea un aumento de los precios internos (P) y, la mayor cantidad de dinero se gasta en el exterior, comprando bienes y/o activos financieros más baratos, de tal suerte, que se deteriora la balanza de pagos. Esquemáticamente tenemos:

$$M \uparrow \Rightarrow \text{Precios} \uparrow \Rightarrow \text{importaciones} \uparrow \text{ Déficit comercial} \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Aunque este enfoque acepta que a corto plazo, la depreciación del tipo de cambio puede mejorar la balanza de pagos, en el largo plazo, este efecto es neutralizado, ya que aumenta la cantidad de dinero gracias al superávit generado por la devaluación. Como resultado, la expansión de la oferta monetaria incrementará la demanda agregada y los precios hasta llegar a un nuevo equilibrio.

La propuesta monetarista, es una evolución del EBP y supone tres cosas: los salarios y los precios son perfectamente flexibles (incluyendo *el tipo de cambio*); la demanda de

⁶² A fin de simplificar la discusión del tema, se han dejado de lado los desarrollos teóricos del enfoque del balance de portafolio, expectativas racionales, burbujas racionales, el modelo de overshooting de Dornbusch y el modelo Mundel Fleming. Para mayores referencias: Harvey (1996), Dornbusch y Fisher (1998), Carlin y Soskice (1990)

dinero es estable; y la teoría de la paridad del poder de compra (PPP)⁶³ siempre se cumple. Este último supuesto es fundamental, puesto que define que las variaciones del tipo de cambio reflejan principalmente las diferencias entre las tasas de inflación de los distintos países, de acuerdo a la teoría cuantitativa del dinero. Por lo tanto, un incremento de la oferta monetaria (M) afecta las decisiones de gasto de los agentes y aumenta las expectativas de inflación; de tal modo, que crece la tasa nominal de interés⁶⁴ (i) y, posteriormente, los precios internos (P). El resultado de este proceso es una depreciación del tipo de cambio (TC). Véase el siguiente esquema:

$$M \uparrow \Rightarrow i \uparrow \text{ Precios } \uparrow \Rightarrow TC \downarrow$$

Por último, debe resaltarse que los teóricos postkeynesianos han objetado las explicaciones “convencionales” del tipo de cambio, al desarrollar una explicación diferente al aplicar la teoría de la preferencia por la liquidez al contexto internacional y suponiendo un tipo de cambio flexible y libre movilidad de capitales. Harvey (1999) menciona que en términos simples, el tipo de cambio está determinado por la oferta y demanda de cada divisa y que, esencialmente, no existe ninguna diferencia entre oferentes y demandantes. La única diferencia podría ser entre la cantidad de divisas que se posee y la deseada. Desde la perspectiva de este autor, la explicación del tipo de cambio será en términos de la demanda.

Básicamente las divisas se demandan por cuatro razones: a) Importaciones (motivo transacción); b) Inversión extranjera directa (motivo financiamiento); c) Inversión de portafolio (motivo especulación); y d) Reservas oficiales y privadas (motivo precaución).

⁶³ La teoría del PPP “al examinar el tipo de cambio real $R = eP^*/P$ (donde e es el tipo de cambio nominal, P^* es el nivel de precios del extranjero y P es el nivel de precios interior) sostiene lo siguiente: cuando varía P^* o P , e variará de tal manera que mantendrá constante eP^*/P . Suponiendo que el nivel inicial del tipo de cambio real fuera tal que el poder adquisitivo de los dos países fuera el mismo”. Dornbush y Fisher (1998: 191).

⁶⁴ Debemos de recordar que, desde la perspectiva monetarista, la tasa nominal de interés se compone de la tasa de interés real más las expectativas de inflación.

De todos los factores anteriormente mencionados, “la inversión de portafolios es, por mucho, el más grande, y por lo tanto, la más importante en determinar los precios de las divisas” (Harvey, 1999: 201-202). Es importante mencionar que esta demanda estará en función de las expectativas de los participantes del mercado.

Esto permite que las autoridades monetarias afecten el tipo de cambio por medio de variaciones en el tipo de interés, tal y como advirtió Keynes (1936), estas variaciones afectan principalmente al motivo especulación al impactar directamente sobre el precio de los títulos financieros (bonos y acciones) y las ganancias de capital.

Tal explicación permite derivar un mecanismo de transmisión que es aceptado por una amplia gama de teóricos,⁶⁵ y no únicamente por los postkeynesianos. El mecanismo funciona de la siguiente manera: supóngase una política monetaria contraccionista que incremente la tasa de interés, provocando una mayor rentabilidad de los bonos nacionales (en comparación con los extranjeros), lo que atrae flujos de capitales a la nación. Estos flujos provocan una apreciación de la moneda nacional y revalúan el tipo de cambio. La apreciación cambiaria provoca un encarecimiento de las exportaciones y un abaratamiento de los bienes importados, lo que genera déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos, y afectan negativamente el ingreso nacional. Entonces el canal es :

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow TC \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow^{66}$$

Donde (NX) es el valor de las exportaciones netas.

En caso de que el déficit comercial quede neutralizado por los flujos de capital, el ingreso no caerá. Empero, este efecto generalmente es de corto plazo.

⁶⁵ Por ejemplo: Lewis y Mizen (2000), Mishkin (1998), Studart (2003), Rojas y Rodríguez (1999).

⁶⁶ Op. Cit. Mishkin.

Se debe mencionar que, en este canal, el efecto sobre los precios es posterior al efecto sobre el tipo de cambio a diferencia del mecanismo monetarista: $M \rightarrow TC \rightarrow P$. Esto es posible usarlo para estabilizar el nivel de precios internos de una nación, ya que al apreciarse el tipo de cambio se abaratan los insumos importados y se genera la estabilidad de precios de los productos que utilicen este tipo de insumos. Asimismo, los bienes comerciados nacionales sufren una pérdida de competitividad frente a los bienes comerciados importados, puesto que estos últimos se abaratan e imponen un techo de crecimiento a los precios de los bienes comerciados entre naciones. El éxito de la estabilización de los precios internos, dependerá del nivel del coeficiente de importaciones de la producción nacional.

2.7 Consideraciones finales

Las diversas interpretaciones teóricas de los mecanismos de transmisión, giran en torno a cuatro canales fácilmente distinguibles: disponibilidad crediticia o racionamiento crediticio, tasa de interés de corto plazo, precio de los activos y tipo de cambio. Cada teoría aborda ciertos canales en específico, tal y como se aprecia en el cuadro 2.1

CUADRO 2.1: MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y TEORÍA ECONÓMICA

Canales de Transmisión	Monetaristas	Post Keynesianos		IS - LM	Tobin	Modigliani	Nuevos Keynesianos
		Horizontalistas	Verticalistas				
Disponibilidad de créditos	✓	✓	✓		✓		✓
Tasa de interés		✓	✓	✓			
Precio de los activos			✓		✓	✓	✓*
Tipo de cambio	✓		✓				

* El canal definido como efectos de la liquidez de los hogares pertenece a los Nuevos Keynesianos.

Fuente: elaboración propia.

Adicionalmente, se aprecia que la construcción de cada una de estas interpretaciones se da en base a ciertos supuestos del sistema financiero y de la economía. Su resumen se muestra en el cuadro 2.2.

CUADRO 2.2: TEORIA ECONÓMICA Y SINTESIS DE SUPUESTOS

Supuesto	Monetaristas	Post Keynesianos		IS -LM	Tobin y Modigliani	Nuevos Keynesianos
		Horizontalistas	Verticalistas			
Tasa de interés	Fenómeno real	Fenómeno monetario		Fenómeno real y monetario	Fenómeno monetario	Definida por imperfecciones de mercado
Oferta Monetaria	Exógena	Endógena al sector privado	Endógena al sector bancario	Exógena		
Incertidumbre	No existe	Si		No existe		
Sistema Financiero	Pasivo	Activo		Pasivo		Activo
Multiplicador	Estable	Inestable		Estable		Inestable

Fuente: elaboración propia.

3. CAMBIOS INSTITUCIONALES Y LA POLÍTICA MONETARIA

De la anterior sección se desprende la existencia de 4 canales de transmisión (canal crediticio, precio de los activos, tipo de interés y tipo de cambio), mismos que utiliza el Banco Central para afectar al sistema financiero (bancos comerciales, mercado de capitales, etc.) y de esta forma a la actividad económica. Es de capital importancia recalcar que la estructura del sistema financiero incide en la efectividad de los mecanismos de transmisión, pues hace “variar la intensidad y/o velocidad con que la banca y los demás agentes económicos son afectados por las acciones del Banco Central, así como su respuesta a tales acciones” (Rojas y Rodríguez, 1999: 13).

Desde esta perspectiva, se debe considerar la evolución del sistema financiero y la repercusión que posee sobre la implementación de la política monetaria. A continuación se desarrolla una explicación general sobre el impacto de los cambios institucionales del sistema financiero, en las últimas tres décadas, sobre los mecanismos de transmisión y en la implementación de la política monetaria. Igualmente, diferenciaremos las consecuencias de estos hechos sobre los países desarrollados y en desarrollo.

3.1 Modificaciones en la implementación de la política monetaria y evolución del sistema financiero

La política monetaria en el ámbito internacional, durante la década de 1970 y parte de la década de 1980, se basó en mecanismos de transmisión sustentados en el sistema bancario dado el control que las autoridades mantenían sobre los agregados monetarios, a través de los requerimientos de reserva y su manipulación.

Durante este periodo los mecanismos de transmisión se expresaban como el uso de instrumentos monetarios (I) para obtener algún objetivo intermedio (IV) en busca de un objetivo final (UV), dando como resultado la siguiente secuencia: $I \rightarrow IV \rightarrow UV$. De esta forma, se adoptan como objetivos intermedios las políticas de seguimiento de los agregados monetarios; con el fin último, de controlar la inflación, el empleo y la producción.

CUADRO 2.3: FECHAS DE ABANDONO DE LAS VARIABLES INTERMEDIAS EN LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL.

PAÍS	AGREGADOS MONETARIOS	AÑO DE ABANDONO COMO VARIABLE INTERMEDIA
EUA	M1	1987
	M2	1992
	M3	1992
CANADA	M1	1982
UK	Todos los agregados	1986
ESPAÑA	M3	1983

Fuente: Blinder (1998), Schwartz y Calixto (1997)

Sin embargo, en las décadas de los ochentas y noventas, diversas autoridades monetarias de todo del mundo abandonan las políticas de seguimiento de los agregados monetarios, ya que estos se vuelven *impredecibles*. Como resultado de lo anterior, se adopta el uso de variables operacionales (OV) que son fácilmente controlables, como la tasa de fondeo o la tasa de reservas bancarias en el Banco Central. Las autoridades monetarias suponen que estas variables se encuentran altamente correlacionadas con las variables intermedias y, mediante su control, podrá manipularse indirectamente las variables intermedias. Estas ultimas se transforman, solamente, en variables informativas

sobre el estado y curso del objetivo monetario;⁶⁷ la secuencia se altera a: I → OV → IV → UV.

La conclusión, para algunos monetaristas, es que las autoridades monetarias ejercen un control *indirecto* sobre los agregados monetarios a través de la fijación de la tasa de interés base. Su tesis es que, la política monetaria de administración de tasas de interés es un sustituto de las políticas de manejo de oferta monetaria.

No obstante, otros economistas interpretaron esta situación como una falta de consistencia teórica con la realidad. Bajo este contexto Kaldor critica al monetarismo y menciona que los Bancos Centrales, en la práctica, sólo pueden controlar la tasa de interés ante la existencia de endogeneidad monetaria; por lo tanto, no tienen ningún poder directo ó indirecto sobre la oferta monetaria. Autores de la “teoría convencional” aceptan este hecho; ejemplo notable es Blinder (1998: 28):

“Como consecuencia... la elección del tipo de interés como objetivo ganó por goleada en EUA y en otros países. Como dijo Gerry Bouey, antiguo gobernador del banco central de Canadá: ‘no fuimos nosotros quienes abandonamos los agregados monetarios, fueron ellos los que nos abandonaron.’”

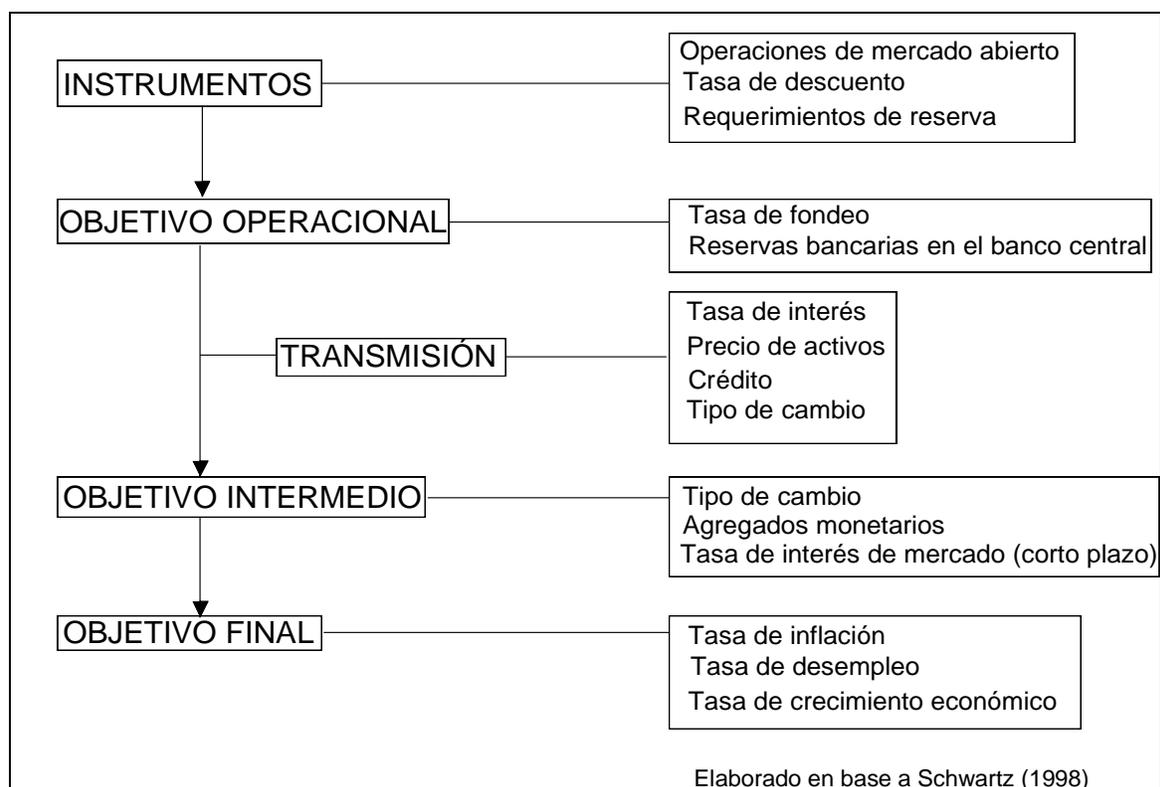
El *desarrollo del sistema financiero* y el cambio en sus arreglos institucionales explican este fenómeno; en específico, a partir de la caída del sistema Bretton Woods (BW) se produce una liberalización a gran escala de los sistemas financieros nacionales; por tal razón surgen *las innovaciones financieras*,⁶⁸ la globalización del sistema financiero mundial y un *gran* aumento de la actividad especulativa en el ámbito mundial, bajo la forma de *flujos internacionales de capital*.

⁶⁷ Las variables informativas (objetivos intermedios) en muchos casos dejan de tener relevancia, puesto que se persigue el objetivo último sin tomar en cuenta el estado de esta variable.

⁶⁸ Por innovación financiera debe de entenderse cualquier cambio significativo o evolución financiera que afecte o desplace alguna actividad o práctica.

Estos hechos permitieron a los bancos comerciales eludir el control del Banco Central sobre las reservas,⁶⁹ es decir, las autoridades monetarias ya no pueden mantener el control de los agregados monetarios por medio de *instrumentos directos* y, se abandonan éstos como objetivos intermedios.

CUADRO 2.4: VERSIÓN CONVENCIONAL DEL MECANISMO DE TRANSMISIÓN

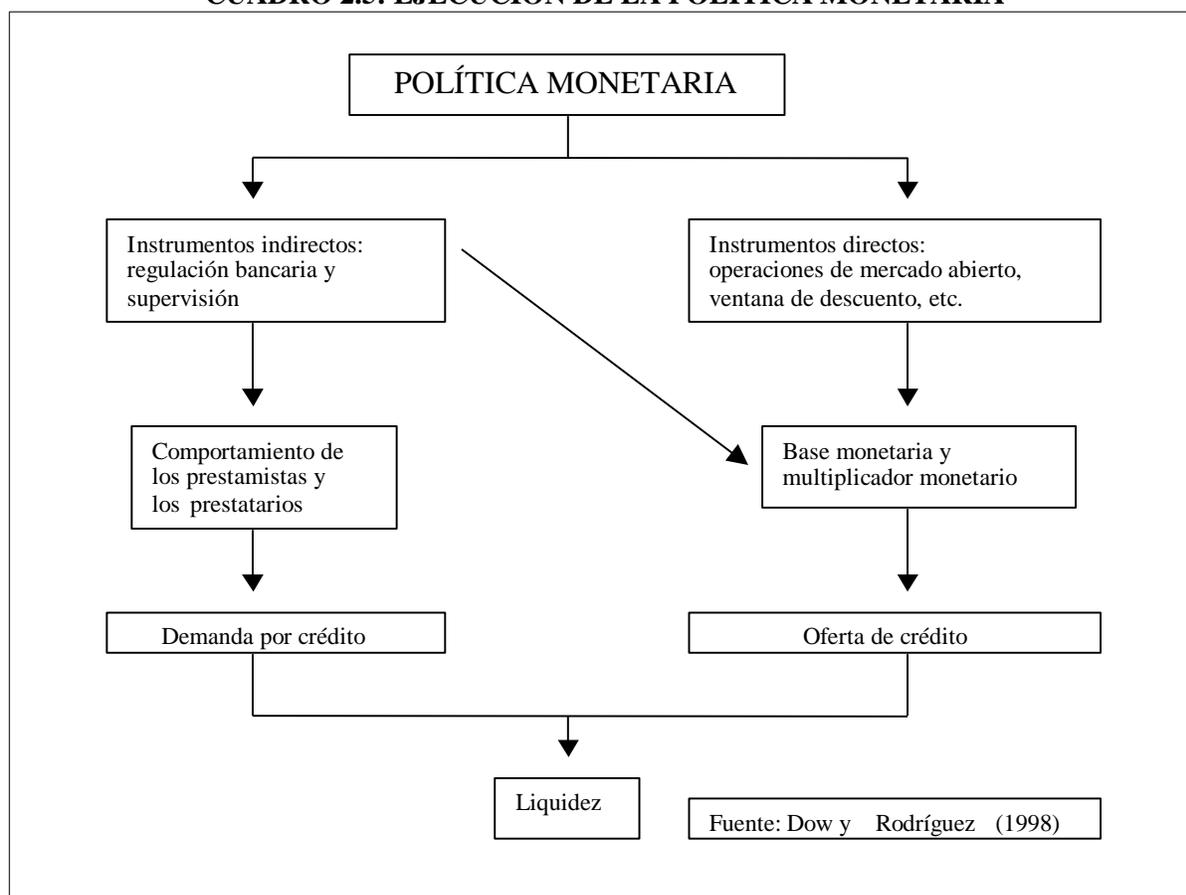


En consecuencia, los Bancos Centrales se ven obligados a influir la liquidez del mercado por distintos medios; los *instrumentos indirectos* (regulación y supervisión) cobran una mayor importancia y los instrumentos directos se debilitan (aunque no se abandonan) en la implementación de la política monetaria, ya que “los Banqueros Centrales están perfectamente concientes de sus propias limitaciones para afectar la liquidez sin poner en riesgo la estabilidad financiera” (Dow y Rodríguez, 1998: 2).

⁶⁹ Esto se debe a las prácticas de administración de activos y pasivos, y al gran aumento de la liquidez mundial proveniente de la desregulación bancaria y de los flujos internacionales de capitales.

En este sentido, los mecanismos indirectos se usan para afectar el comportamiento (estado de ánimo) financiero de los agentes y, del mismo modo, a la liquidez del sistema. “Desde esta perspectiva, entonces, la política monetaria afectaría la liquidez del sistema por medio de cambios en los parámetros de comportamiento que siempre han sido considerados fijos” (Ibíd.) (Véase cuadro 2.5).

CUADRO 2.5: EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Asimismo, debido a la ruptura del acuerdo BW se abandonan los tipos de cambio fijos en el ámbito internacional, pasando a un sistema de libre flotación del tipo de cambio.⁷⁰ No obstante, la desregulación internacional aumentó, en gran medida, los

⁷⁰ Con la adopción del sistema de flotación se esperaban tres cosas: a) autoridades monetarias no tendrían que mantener el tipo de cambio con intervenciones en el mercado de divisas y así podrían aplicar políticas monetarias para alcanzar los equilibrios interno y externo; b) se pretendía eliminar la asimetría del sistema Bretton Woods que le daba a EUA el poder de determinar las condiciones monetarias mundiales; c) se

movimientos de capital e incremento la inestabilidad en los tipos de cambio. De tal forma, se explica la adopción de un sistema de “flotación sucia”, en el que “los Bancos Centrales intervienen frecuentemente en el mercado de divisas para influir en los tipos de cambio” (Chapoy, 1998: 17), con el fin de limitar su volatilidad.

Bajo esta situación se desplaza el canal crediticio, y el tipo de cambio en conjunción con la tasa de interés cobran un papel fundamental en la ejecución de la política monetaria. Al mismo tiempo, a nivel mundial, se relega al sistema bancario y se impulsa al sistema bursátil como vía de financiamiento, con lo que se reduce la efectividad de la política monetaria en los países desarrollados; mientras en los países en desarrollo, el financiamiento externo se vuelve fundamental y la política monetaria tiene como objetivo mantener la estabilidad del tipo de cambio.

A continuación se detallan los efectos de la desregulación sobre los mecanismos de transmisión para los países desarrollados, con sistemas financieros basados en los mercados bursátiles en base a Toporowski (1998). A partir de Studart (2003), se deriva una explicación para los países en desarrollo latinoamericanos con sistemas financieros basados en el sistema bancario.

3.2 Países industrializados

Toporowski (1999) argumenta que *la desregulación y las innovaciones financieras* contribuyen a la creación de un fenómeno llamado *inflación del mercado de capitales*,

esperaba que este régimen actuara como estabilizador automático, de los equilibrios externo e interno, eliminando la especulación que precedió a la caída del sistema Bretton Woods. Sin embargo, ninguno de los tres propósitos se cumplió. Para mayores referencias, véase Chapoy (1998).

mismo que se caracteriza por atraer grandes flujos de inversión al mercado de capitales⁷¹ que inflan los precios de los activos por sobre sus valores reales.

Este fenómeno tiene efectos perniciosos sobre la política monetaria, pues produce un efecto de *desintermediación bancaria*, ya que el gobierno, y las corporaciones con acceso al mercado de capitales, observan que es más barato financiarse (en el corto⁷² y largo plazo) dentro de este mercado, por tanto, sustituyen los préstamos bancarios por emisiones de títulos financieros. Los bancos comerciales al perder a sus mejores clientes, incrementan sus préstamos a clientes más riesgosos, y comienzan a financiar, en mayor medida, el consumo y a las pequeñas empresas.⁷³ Aún así, los bancos participan en el financiamiento del gobierno y de las grandes empresas indirectamente, ya que adquieren papel comercial⁷⁴ y obligaciones gubernamentales, con el fin de obtener ganancias; de tal forma, generan una retro alimentación del proceso de inflación del mercado bursátil.

Por otra parte, los bancos comerciales pueden prestar a los especuladores del mercado bursátil y respaldar el préstamo con activos financieros, lo que crea la ilusión, mientras dure el auge, de que los bancos pueden sustituir el negocio de los préstamos al gobierno y a grandes compañías, por préstamos asegurados con activos financieros.

Bajo esta situación, la política monetaria, que actúa a través del sistema bancario, se debilita, puesto que al volverse caro el financiamiento tradicional (crédito bancario) se produce un proceso de innovación financiera con nuevos instrumentos o formas de financiamiento que dejan de estar ligadas a la tasa de interés líder e interbancaria, y al

⁷¹ En estos países, los flujos relevantes provienen de los fondos de pensiones, aunque no se debe de descartar el papel de los flujos (financieros) internacionales de capital.

⁷² Los procesos de inversión de corto plazo se desligan de un sector más seguro y estable (sector bancario) y se apoyan en uno inestable y volátil (sistema bursátil). Esto pone en jaque al sector bancario y produce que los bancos se arriesguen cada vez más en sus préstamos.

⁷³ Si los bancos dejan de prestar debido al alto riesgo que representan estos prestatarios, los bancos verán reducida su ganancia.

⁷⁴ Bonos privados.

proceso crediticio de la banca. Así, se genera un incremento de la liquidez desligada del sistema bancario.

Por lo tanto, las políticas monetarias tradicionales que intentan limitar la cantidad de crédito bancario, vía incrementos de la tasa de interés, no tienen efecto sobre las unidades económicas ligadas e inmersas en el proceso de la innovación financiera. Además, como los bancos comerciales pueden financiarse dentro del mercado de capitales, al emitir o vender acciones u obligaciones, pueden prestar a pesar del intento de restricción por parte de las autoridades monetarias (endogeneidad monetaria). La política monetaria sólo tendrá efectos sobre las familias y las empresas desligadas del sistema bursátil; ambas resultan ser las más afectadas por las restricciones al crédito o por tasas de interés bancarias más altas.

Como resultado de lo anterior, los canales que actúan a través el sistema bursátil (canal del precio de los activos y el tipo de cambio) se tornan en los principales transmisores de los impulsos de la política monetaria; en consecuencia se relega al sistema bancario, que pierde su papel “especial” en la transmisión de la política monetaria.

3.3 Países en desarrollo

Los Países En Desarrollo Latinoamericanos (PEDL) se caracterizaron, antes de la segunda parte de la década de 1980, por contar con sistemas financieros basados en el sistema bancario, que otorgaban tanto crédito de corto y largo plazo, refinanciaban la deuda gubernamental y mantenían sus créditos restringidos, a ciertos sectores, como parte de las políticas gubernamentales de desarrollo. En este tipo de estructura financiera, el canal de transmisión más funcional es el crediticio, debido al predominio del sistema bancario.

Después de la crisis de 1982, este tipo de estructura financiera desaparece y se sustituye por uno basado en el mercado de capitales; esto redujo la importancia del sistema

bancario, debido a que los mercados bursátiles no constituyeron una fuente de financiamiento.

Este cambio se encuentra enmarcado en un proceso de liberalización comercial y financiera, junto con cambios en los regímenes de política económica, como parte de las medidas que las autoridades de los PEDL siguieron para superar la crisis de deuda externa, sufrida en la primera parte de la década de 1980.

En este contexto, se adoptaron regímenes de política económica que “... fueron una mezcla de una cuenta de capital y de políticas comerciales altamente liberales ... las políticas de tipo de cambio fueron usadas como ‘*anclas*’ para estabilizar los precios, mientras que la política monetaria garantizó *altos diferenciales* entre las tasas de interés interna y externa, a fin de asegurar constantes entradas de capital externo (especialmente en flujos de portafolio)” (Studart, 2003). Lo anterior persiguió el objetivo de obtener medios de pago internacionales, utilizados para saldar el déficit creciente de cuenta corriente y los compromisos gubernamentales externos.

Este proceso trajo consigo un incremento, a gran escala, de los flujos internacionales de capital (FIC) que alteraron el comportamiento de los agentes dentro del sistema financiero, lo cual modificó los mecanismos tradicionales de transmisión de la política monetaria. En específico se afectó el precio de los activos y la oferta doméstica de créditos, al usar *el canal del tipo de cambio* para la atracción de FIC.

En primer lugar, los precios de los activos financieros resultan favorecidos por el incremento de los FIC, ya que al aumentar la demanda de estos activos por los inversionistas extranjeros, los precios tienden a incrementarse. Sin embargo, tales flujos son de carácter especulativo y no benefician al mercado financiero, ni a la inversión, y suelen concentrarse en títulos gubernamentales. Studart (2003) señala que “... se desarrolló una

débil conexión entre el mercado primario y el secundario, por tanto las expansiones aceleradas del mercado secundario no desataron aumentos en la emisión de títulos. Por el contrario, aumentos rápidos de la liquidez en dichos mercados se convirtieron en burbujas especulativas, desincentivando a los emisores de títulos y a los pocos inversionistas de largo plazo que se mantuvieron en el mercado”. Tal circunstancia provocó que las grandes corporaciones trasladaran su emisión de títulos a países desarrollados (ADR’s o GDR’s) para financiarse y, por otro lado, dada la incertidumbre en el mercado de valores, se creó una barrera en el desarrollo de financiamiento a largo plazo.

En segundo lugar, el sistema bancario obtiene acceso a recursos externos y, con ello, logra fondearse a bajos costos. Sin embargo, el aumento de liquidez de los bancos no se traduce en incrementos de los préstamos a la inversión, pues las expectativas de ganancia a largo plazo se mantienen deprimidas, dada la fuerte presión competitiva internacional; por lo tanto, los bancos sostienen el racionamiento crediticio⁷⁵ y se crean altos márgenes de intermediación. En consecuencia, las grandes empresas, con acceso a los mercados financieros internacionales, abandonan el financiamiento bancario, altamente costoso, y optan por el financiamiento exterior o en el sistema bursátil; por su parte, las pequeñas empresas buscan financiamiento alternativo.

En resumen, los efectos de la desregulación sobre los mecanismos de transmisión en los PEDL implican:

- Menor importancia del sistema bancario en la transmisión de los impulsos de la política monetaria, dada la desintermediación financiera generada por el bajo financiamiento de

⁷⁵ Pero la oferta de fondos prestables hacia el consumo se benefició, ya que a “...diferencia de la inversión de la inversión, el consumo responde aceleradamente a cambios en la oferta crediticia, por consiguiente, la mayoría de los movimientos abruptos en los flujos de capital hacia América Latina, estuvieron asociados a ‘sobreconsumo’ en vez de ‘subconsumo’”. Studart (2003).

la inversión, la pérdida de clientes seguros por parte de los bancos (grandes empresas e incluso el gobierno que buscan financiamiento en el exterior) y, en algunos casos, la aparición de nuevos prestamistas (i.e. proveedores).

- Se ha generado la desaparición del financiamiento de largo plazo, dado que el mercado de capitales es altamente especulativo y el sistema bancario deja de proveerlo.
- El financiamiento externo se vuelve de vital importancia para una serie de agentes (gobierno, bancos, medianas y grandes empresas) con gran repercusión en la economía.
- En este contexto, la manipulación del tipo de cambio se vuelve el mecanismo de transmisión usado,⁷⁶ ya que afecta a la posición financiera de estos agentes y permite controlar el nivel de precios vía costos de importación y exportación.
- No obstante, esto deja en una situación de alta vulnerabilidad externa a las economías nacionales, pues los FIC reaccionan bruscamente ante los cambios en los precios externos (i.e. tasa de interés internacional) determinados en los países desarrollados.

4. CONCLUSIONES

De acuerdo al análisis, los mecanismos de transmisión son una serie de encadenamientos de variables, entre las medidas adoptadas por la política monetaria y los objetivos que plantean las autoridades, que transitan por diferentes partes del sistema financiero (véase cuadro 2.6). En resumen, se puede mencionar la existencia de cuatro canales de transmisión: a) disponibilidad crediticia; b) tasa de interés de corto plazo; c) precio de los activos; y d) tipo de cambio. Adicionalmente, se debe recordar la existencia de los *mecanismos de transmisión indirectos*: supervisión y regulación bancaria.

⁷⁶ Para mantener un tipo de cambio constante se crea una dependencia de la política monetaria en relación con los movimientos de precios externos para mantener constantes los FIC

A su vez, se advirtió que los efectos de los mecanismos de transmisión no son inmediatos y, por tanto, actúan con rezagos; esto puede provocar una retroalimentación entre los canales neutralizando los resultados de la política monetaria. De este hecho, se desprende la importancia del análisis de los mecanismos de transmisión mismos que han sido estudiados desde distintas perspectivas teóricas, a fin de establecer la diversidad de interpretaciones sobre el sistema financiero y la política monetaria.

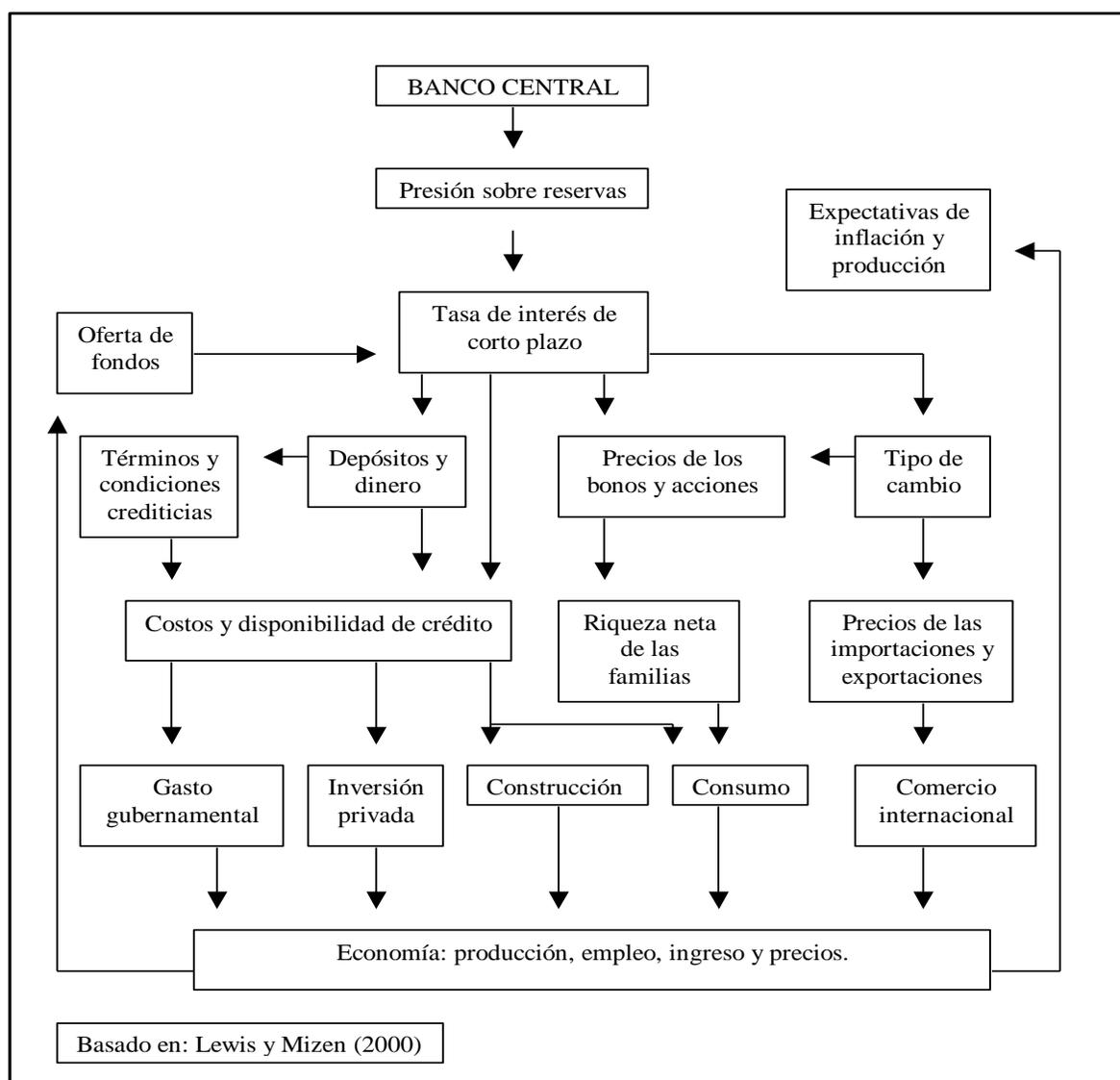
Aparecen varios grupos de interpretaciones, unos definen al sistema financiero como simple intermediador de recursos y, por tanto, como conductor pasivo de los impulsos de la política monetaria (monetaristas, síntesis neoclásica, Tobin); otros, resaltan la importancia del sistema financiero en la generación del financiamiento y, de esta manera, subrayan su participación no neutral en la transmisión de la política monetaria. De este último grupo, podemos distinguir entre aquellos que reconocen la incertidumbre (postkeynesianos) y aquellos que trabajan con modelos de imperfecciones de mercado (nuevos keynesianos).

También se ha recalcado el papel del sistema financiero en la transmisión de los impulsos de la política monetaria; destaca que su forma institucional variará a través del tiempo en función de las prácticas de las autoridades monetarias y de los hechos económicos (rompimiento del acuerdo Bretón Woods, innovaciones financieras, etc.). Esta evolución del sistema financiero modifica los resultados de la política monetaria; el mejor ejemplo es el abandono de las metas de crecimiento de los agregados monetarios y, la adopción de las variables operativas, así como la mayor importancia de los mecanismos indirectos: regulación y supervisión bancaria.

De esta manera, se plantea que el canal crediticio queda relegado como principal vía de transmisión, debido a la pérdida de importancia en el financiamiento por parte del sistema bancario y al incremento de la liquidez provocada por el aumento de la endogeneidad

monetaria. Esto abre paso a mecanismos que funcionan sobre el mercado bursátil (canal del precio de los activos en los países desarrollados) y el sector externo (tipo de cambio en los países en desarrollo). Además, debido a la endogeneidad monetaria, cobran una mayor importancia los mecanismos (*mecanismos indirectos*: supervisión y regulación) que tratan de influenciar el comportamiento de los agentes para afectar la liquidez del mercado y evitar colapsos financieros.

CUADRO 2.6: MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



CAPÍTULO 3. LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO (1995-2000)

En los capítulos previos, se sometieron a estudio los distintos planteamientos existentes sobre la *política monetaria*, donde el papel del dinero y la incertidumbre son los conceptos clave que diferencian a cada teoría. Igualmente, se señaló que la política monetaria afecta al resto de la economía a través de los mecanismos de transmisión, mismos que se encuentran sujetos a los cambios institucionales y, por lo tanto, han sufrido una fuerte transformación a raíz de la caída del sistema Bretton Woods. En este contexto, el sistema bancario quedó relegado como vía principal de transmisión, dando paso a mecanismos que funcionan a través de la manipulación de precios como: el tipo de cambio o el precio de los activos. Consecuentemente, en los capítulos anteriores se construyó un marco teórico que, de acuerdo al desarrollo de esta tesis, permite el análisis de la *política monetaria* en el capítulo en cuestión.

En el presente capítulo el objetivo central es una revisión de la instrumentación de la política monetaria en México, que se enfoca en el periodo 1995-2000. Se inicia el estudio en 1995, año en que se adecua la implementación de la política monetaria, debido a que la crisis de diciembre de 1994 obligó a las autoridades a modificar el marco operativo e instrumental bajo el cual se desarrolla la misma. En este sentido, es esencial el estudio de los antecedentes inmediatos, con un doble propósito: primero, situar a la política monetaria en el contexto económico en que se desarrolló, y que conduce a ubicarla como parte de un proyecto de desarrollo económico implementado por las autoridades. Este se conoce como el modelo *neoliberal*; que comienza desde el año 1982 y se consolida en diciembre de 1987, con la aparición del pacto de solidaridad económica. Segundo, desarrollar una

explicación de la crisis de 1994, con el fin de mostrar las razones por las cuales las autoridades se vieron obligadas a modificar el marco operacional de la política monetaria; asimismo, esto permitirá evaluar la repercusión de tales medidas en el periodo 1995-2000.

La hipótesis sobre la política monetaria, que sustenta este capítulo, es que siguió velando por la estabilidad del tipo de cambio; no obstante, los cambios operativos e instrumentales de la misma. Es decir, se continuó con la aplicación del mecanismo de transmisión del tipo de cambio para la consecución de sus objetivos, pero sin intervenciones directas en el mercado cambiario; más bien, las autoridades se apoyaron en el uso de medios indirectos, como el régimen de saldos acumulados y el *corto*.⁷⁷ Esta hipótesis la contrastaremos con la interpretación convencional, que señala que el tipo de cambio ya no es usado como herramienta de la política monetaria al haberse establecido el régimen de libre flotación cambiaria.

Con el fin de demostrar lo anterior, se divide el presente capítulo en dos apartados. En primer lugar, se presentan los antecedentes inmediatos al periodo de estudio (1988-1994), a través de tres secciones. La primera expone el contexto económico general con un interés particular de las características del modelo adoptado: el modelo neoliberal. En la segunda sección se tratarán *las particularidades de la política monetaria*. Es importante subrayar que el análisis en esta sección es general y, únicamente, procura sentar las bases de comparación con el periodo de estudio. En la tercera sección, se describe el proceso de gestación de la crisis de 1994, procurando enfatizar el papel de la política monetaria en este fenómeno.

⁷⁷ “...se ha reiterado desde 1995 que ahora se trabaja con un tipo de cambio flexible y no fijo como en el sexenio pasado [1988-1994], pero el gobierno hace todo lo posible porque esté fijo en términos nominales o al menos tenga un deslizamiento por debajo de la inflación entre México y EUA” . Huerta (2000: 183).

El segundo apartado del capítulo examina los principales rasgos de la política monetaria durante el periodo 1995-2000, mediante un énfasis en los mecanismos de transmisión usados. Este apartado se compone de tres secciones donde se estudian las modificaciones al marco operativo e instrumental de la política monetaria, en conjunción con dos interpretaciones sobre la implementación de la misma: la versión convencional y la postkeynesiana. El propósito es ofrecer la interpretación más adecuada para el análisis del sistema financiero que compete al capítulo siguiente.

1. ANTECEDENTES DE LA POLÍTICA MONETARIA. (1987-1994)

1.1 Programa de estabilización neoliberal

Durante 1982 se presentó la crisis de la deuda externa en México, la cual constituyó una restricción de recursos externos que impedían financiar el déficit fiscal y externo. Bajo estas condiciones, el gobierno mexicano adoptó una serie de medidas de corte ortodoxo, junto con un cambio estructural, para generar un ahorro forzoso y hacer frente a las obligaciones externas.⁷⁸ De tal suerte, se procedió al saneamiento de las finanzas públicas mediante la reducción del gasto público;⁷⁹ a una apertura externa mediante la eliminación de los permisos de importación y adopción de aranceles bajos; una política monetaria restrictiva, que elevó las tasas de interés para atraer capitales; junto con una política cambiaria activa para lograr el ajuste de la balanza de pagos. Sin embargo, esta política creó incrementos de la inflación y del déficit fiscal por el incremento de las obligaciones.

(véase anexo A.2)

⁷⁸ Cabe destacar que la crisis de 1982 obligó al gobierno a solicitar ayuda financiera al FMI y el Banco Mundial. A cambio de los apoyos otorgados el gobierno firmó una “carta de intención” ante el FMI en la cual se comprometía adoptar políticas de corte convencional y de cambio estructural sujetas al pensamiento neoliberal. Para más detalles véase Lustig (1997).

⁷⁹ Esta reducción del gasto público incluyó un programa de privatizaciones y cierre de empresas estatales que se consideraron no rentables. El gobierno pasó de administrar 1,155 empresas en 1982 a 617 empresas en 1987.

Después del periodo recesivo e inflacionario, 1982-1987 el gobierno procedió en diciembre de 1987 a la aplicación de un programa de estabilización económica, que se encontraba influenciado en gran medida por el pensamiento económico neoliberal; éste menciona, en términos generales, que los problemas de los países en desarrollo se pueden resolver mediante la eliminación de la represión financiera, el adelgazamiento del Estado, la liberalización comercial y la aplicación de políticas monetarias restrictivas.⁸⁰

El programa de estabilización estaba basado en los siguientes *puntos*: un programa de ajuste fiscal; la aceleración de la apertura a la competencia internacional; un programa de desregulación financiera y fortalecimiento del mercado bursátil; una política monetaria restrictiva y uso del tipo de cambio nominal como herramienta anti-inflacionaria. El programa en cuestión mantenía algunos elementos del periodo anterior, en cuanto ajuste estructural y políticas convencionales, más incorpora un nuevo elemento de política: el control de los precios vía tipo de cambio.

La política cambiaria y el ajuste fiscal que forman parte del programa quedaron plasmados en el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), el 15 de diciembre de 1987. La estrategia consistía en un amplio acuerdo económico y social establecido entre el gobierno, el sector privado y los sindicatos, cuyo fin era lograr la reducción de la inflación y estabilizar la economía, aparte, de las medidas anteriormente descritas. El programa continuó adecuándose a las circunstancias prevalecientes hasta 1994, cuando deja de ser funcional para la estabilización económica (véase *anexo A.1* para un resumen de los acuerdos en los pactos).

A continuación se desglosa el programa de estabilización neoliberal de la siguiente forma: primero, el programa de ajuste fiscal y desincorporación estatal; segundo, el

⁸⁰ Para mayores referencias con respecto a este pensamiento económico véase capítulo 1 apartado 1.4.

programa de apertura externa y, finalmente, el programa de desregulación financiera y fortalecimiento del mercado de valores. Debe aclararse que la política monetaria-cambiaria será tratada en un apartado diferente, puesto que es este espacio conviene el estudio del contexto de políticas en el cual se desenvolvía.

1.1.1 Ajuste fiscal y desincorporación estatal

El programa de ajuste fiscal descansaba sobre la idea de que el déficit fiscal era la fuente primaria de las distorsiones macroeconómicas (desequilibrio externo, interno e inflación). La argumentación teórica menciona que cuando existe déficit público, éste suele ser financiado con incrementos del crédito por parte del Banco Central, lo que se traduce en incrementos de la base monetaria, oferta monetaria y precios. Además, como los precios internos son mayores que los externos, se genera un deterioro de la balanza de pagos, porque el público tiende a la compra de artículos importados.⁸¹

Así, para sanear las finanzas publicas se procedió a recortes presupuestales; a un ajuste patrimonial (venta de empresas públicas) y al aumento de la base tributaria.⁸²

CUADRO 3.1: DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO EN MÉXICO 1987-1995.
(Millones de pesos)

<i>AÑO</i>	<i>Corrientes</i>	<i>Constante a precios de 1993</i>	<i>% del PIB</i>
1988	-36,180.90	-90,678.95	-8.69
1989	-25,363.10	-50,223.96	-4.62
1990	-16,286.10	-25,132.87	-2.20
1991	-3,522.40	-4,414.04	-0.37
1992	16,002.90	17,527.82	1.42
1993	8,333.90	8,333.90	0.66
1994	26,334.40	24,316.16	1.85

FUENTE: INEGI. Página electrónica.

⁸¹ (Véase capítulo 1 apartado 1.1.1)

⁸² Huerta (1994) incluye la renegociación y reestructuración de la deuda externa con el plan Brady, como parte de las medidas de ajuste fiscal, ya que se buscaba reducir el monto de la deuda externa y las transferencias al exterior.

El proceso de ajuste patrimonial se aceleró y de 617 empresas administradas por el Estado en 1988, se pasó a 257 empresas en 1993; a cambio, el gobierno recibió 21,500 millones de dólares.⁸³ A diferencia del periodo anterior donde se privatizaron o liquidaron empresas pequeñas y medianas, el ajuste patrimonial incluyó a empresas de sectores muy importantes en la economía, como las telecomunicaciones o la banca.

Las finanzas públicas se lograron sanear y, desde 1988, comenzó la reducción del déficit público, el cual pasó de 36,180 millones de pesos en 1988 a un superávit de 26,334 millones de pesos en 1994 (véase cuadro 3.1).

El papel del gobierno en la economía mexicana cambió con la instrumentación de este programa (privatización de empresas públicas y reducción del déficit público), pues abandonó su papel como promotor de la economía vía inversión pública en infraestructura o inversión en empresas públicas. Simultáneamente, estas medidas fortalecieron el mercado de valores, punto que se estudiara más adelante.

1.1.2 Programa de apertura externa

Como parte del plan de estabilización, el gobierno mexicano profundizó la apertura comercial que venía operando desde 1985. Esta medida descansó sobre la idea de que la competencia internacional incrementaría la competitividad de las empresas nacionales, y eliminaría los monopolios y oligopolios altamente privilegiados. Adicionalmente, la apertura externa reduciría el déficit fiscal al eliminar las subvenciones y subsidios, por tanto, coadyuvaría al control de la inflación.⁸⁴

⁸³ Huerta (1994: 28)

⁸⁴ Para mayores detalles de esta doctrina véase capítulo 1 apartado 1.4

Las autoridades redujeron los aranceles en 1987,⁸⁵ principalmente con el mayor socio comercial: EUA. Posteriormente, se negoció el Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLC), en convenio con Canadá y los EUA, que contemplaba: la eliminación de aranceles, subsidios y otras barreras comerciales entre estas naciones. Al entrar en vigor, el TLC en 1994, se profundiza la apertura comercial al exterior.

Debemos de agregar que el TLC contemplaba la apertura del sector financiero mexicano en diferentes etapas. Primero, se abriría a la competencia exterior y a la inversión extranjera de cartera. La entrada en vigor del TLC abriría los almacenes generales de depósitos, uniones de créditos, instituciones de fianzas y sociedades de inversión. Para el sector bancario, asegurador, casa de bolsa, empresas de factoraje y arrendamiento, la apertura sería diferida. Una vez en vigor, el retraso en la apertura comprendió un periodo de cuatro años, más cuatro años adicionales como previsión necesaria.⁸⁶ Bajo estas condiciones y desde 1990, se permite la participación de la inversión extranjera en el mercado de valores, como parte de su fortalecimiento, tema del siguiente apartado.

1.1.3 Programa de desregulación financiera y fortalecimiento del mercado bursátil

Como mencionábamos, en el capítulo 1 apartado 1.4, el planteamiento neoliberal considera que la *represión financiera* es la causante de la falta de ahorro y, en consecuencia, de la escasez de créditos. A partir de esta idea, se crea un programa de desregulación financiera, que consistió en la eliminación de la represión financiera por medio de una serie de reformas en el marco legislativo y operativo del sistema financiero. Entre las medidas más destacadas tenemos: liberalización de las tasas de interés activas y pasivas, que culminaron en (1988); eliminación de los controles selectivos de crédito (1989); desaparición del encaje

⁸⁵ En 1987 México se adhiere al GATT (Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio)

⁸⁶ “El diferimiento de la apertura tenía como objetivo fortalecer el mercado financiero bancario y no bancario nacional para competir con el capital internacional en mejores condiciones”. Levy. 2002:11.

legal (1989); introducción del coeficiente de liquidez⁸⁷ (1991); se otorgó la autonomía al Banco de México (1993) estableciéndose como su meta última el control de la inflación. Un resumen de los principales cambios se aprecia en el cuadro 3.2.

Un objetivo central del programa de desregulación económica, fue lograr el fortalecimiento del mercado de valores; el propósito fue incrementar el ahorro en la economía para canalizar a la inversión en el sector productivo. Consecuentemente, se implementaron las siguientes medidas:

CUADRO 3.2: CAMBIOS INSTITUCIONALES EN MÉXICO 1989-1993

<i>NOMBRE</i>	<i>ASPECTOS RELEVANTES</i>
Paquete financiero de dic.1989-ene.1990	*Se inició la apertura a inversionistas extranjeros –personas físicas- en la banca. *Se reconoció jurídicamente a las empresas de factoraje como org. Auxiliares de crédito. *Se reconoció la figura de Especialista Bursátil como intermediario del mercado de valores.
Paquete legislativo de julio de 1990	*Se reestablece el régimen mixto en la propiedad y servicio de la banca. *En el mercado de valores se permite un máximo de 30% de inversión extranjera en el capital social y un máximo de 10% a la tenencia individual de acciones. *Se establecen las bases de organización y funcionamiento de grupos financieros.
Reformas de diciembre de 1991	*Se reconocen jurídicamente a las Sociedades de ahorro y Préstamo como organizaciones auxiliares de crédito.
Reformas de junio de 1992	*Se permite la emisión de acciones serie “L” (para personas morales extranjeras), que representarán hasta 30% del capital ordinario; siendo similar para los grupos financieros y un máximo de 10% a la tenencia individual de acciones serie “A” y “B”.
Paquete financiero de julio de 1993	*Se autoriza a los bancos a celebrar contratos de arrendamiento financiero y se les permite operar acciones propias y emitir acciones de voto restringido (L)
Reformas de agosto de 1993	*Autonomía del Banco de México
Paquete financiero de diciembre de 1993	Se establece que con el 30% de las acciones se adquiere el control de un banco múltiple ó grupo financiero. Se autoriza la inversión extranjera en aseguradoras y afianzadoras hasta por un 49% del capital social.

Fuente: Realizado en base a Leon (1997)

Primero, la política de ajuste fiscal contribuyó en gran medida a la consolidación del mercado financiero, ya que la política de privatizaciones transformó a las empresas en sociedades anónimas; esto implicó el manejo de acciones en la Bolsa Mexicana de Valores. Un ejemplo notable se aprecia en la privatización de la banca comercial y de las grandes empresas públicas (i.e. Telmex).

⁸⁷ El encaje legal fue sustituido por el coeficiente de liquidez, que obligaba a los bancos a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, que podía integrarse por valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/ depósitos a la vista en el Banco de México. Posteriormente, este coeficiente también desaparece.

Segundo, el sector público modificó las fuentes de financiamiento, al sustituir los créditos bancarios por títulos financieros como: Cetes, bondes, tesobonos y ajustabonos. Esto le brindó gran afluencia de capital al mercado bursátil, al ofrecer a tales títulos altos rendimientos libres de riesgo.

En último lugar, aunque no menos importante, se promovió la globalización del sistema financiero dentro de la política de apertura externa, al permitir la entrada de capital extranjero a la Bolsa Mexicana de Valores. Durante 1990, 1991 y 1993, el gobierno realizó una serie de reformas legislativas para lograr esta internacionalización (Véase cuadro 3.2). Tal medida logró una promoción del mercado bursátil; no obstante, también contribuyó en gran medida a la crisis de 1994.

Una vez revisado el programa de estabilización “neoliberal” es posible centrarnos en la parte del programa que nos interesa: la política monetaria y cambiaria.

1.2 Política cambiaria y monetaria (1987-1994)

El Banco de México (Banxico) durante el periodo 1988–1994 basó su política en dos mecanismos de transmisión: el tipo de cambio y la tasa de interés; ambos, con el objetivo de controlar la inflación. A diferencia del periodo 1982–1987 donde se aplicaron devaluaciones continuas para crear un superávit de cuenta corriente, en este periodo Banxico utilizó el tipo de cambio como ancla anti-inflacionaria, a la par de una política de esterilización de capitales. A continuación se estudiará cada uno de estos tópicos.

Desde un punto de vista convencional, describiendo la secuencia instrumentos a objetivos intermedio a objetivo final, puede explicarse el funcionamiento del mecanismo de transmisión del tipo de cambio que se usó: los instrumentos usados fueron las ventas y compras de dólares directamente en el mercado cambiario. La estabilidad del tipo de cambio

nominal fue el objetivo intermedio y, por lo tanto, el control de la inflación obedece al objetivo final

Las autoridades intervenían directamente en el mercado cambiario, supliendo o retirando divisas para mantener la paridad objetivo. Asimismo, las metas cambiarias funcionaban como una herramienta anti-inflacionaria, porque anclaban el tipo de cambio nominal, con respecto al dólar, y con ello estabilizaban el costo de las importaciones. Debe mencionarse que las metas cambiarias y la forma en que Banxico determinaba el tipo de cambio no fue igual a través del periodo; de hecho se establecieron tres formas distintas: a) durante el primer año (1988) el tipo de cambio se establece como fijo; b) del 1° de enero de 1989 a noviembre de 1991, se establece un esquema de depreciaciones anunciadas; y c) del 10 de noviembre de 1991 a diciembre de 1994, se realiza un programa de deslizamiento entre bandas cambiarias. Las metas cambiarias se cumplieron y el resultado fue el control de la inflación, que pasó de 20.3 % en 1989, a 7% en 1994.⁸⁸

CUADRO 3.3: SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE DE MÉXICO, 1989-1994.
(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Saldo de la cuenta corriente</i>	-5,821.30	-7,451.10	-14,646.70	-24,438.40	-23,399.20	-29,661.90
<i>Exportaciones</i>	22,765	26,773	42,687.5	46,195.6	51,886	60,882.2
<i>Importaciones</i>	23,410	29,799	49,966.6	62,129.4	65,366.5	79,345.9

Fuente: INEGI.

No obstante la reducción de la inflación, esta estrategia promovió las importaciones, y generó un creciente déficit de la cuenta corriente entre 1988 a 1994, aun con el crecimiento de las exportaciones. Este déficit pasó de 5,821 millones de dólares en 1988, a

⁸⁸ Fuente: INEGI

29,662 millones de dólares en 1994 (véase cuadro 3.3). Para saldar la cuenta corriente, las autoridades recurrieron al segundo mecanismo: la tasa de interés.

Banxico movía la tasa de interés para lograr entradas de inversión extranjera y mantener estable el tipo de cambio. Ello se realizó por medio de operaciones de mercado abierto, que creaban altos diferenciales de la tasa de interés interna con respecto a la tasa internacional (véase cuadro 3.4), para atraer flujos de capital a la nación y saldar el déficit de cuenta corriente. El principal receptor de estos flujos fue el mercado de valores que incrementó drásticamente la inversión extranjera de cartera: se pasó de 298 millones de dólares en 1989, a 28,355 millones de dólares en 1993 (véase cuadro 3.5).

CUADRO 3.4: INFLACIÓN, TASA DE INTERÉS NACIONAL Y DIFERENCIAL CON LA TASA INTERNACIONAL, 1988-1994. (Porcentajes)

AÑO	Inflación	CETES 28 días	Diferencial Cetes – T-bills*
1988	114.2	69.2	47.94
1989	20.0	45.0	32.66
1990	26.6	34.8	21.76
1991	22.7	19.3	8.85
1992	15.5	15.6	9.23
1993	9.7	15.0	9.86
1994	7.0	14.1	8.49

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

*Tasa de interés real México – Tasa de interés real EUA. Promedio anual

CUADRO 3.5: FLUJOS EXTERIORES NETOS EN MÉXICO 1988-1994 (Millones de dólares)

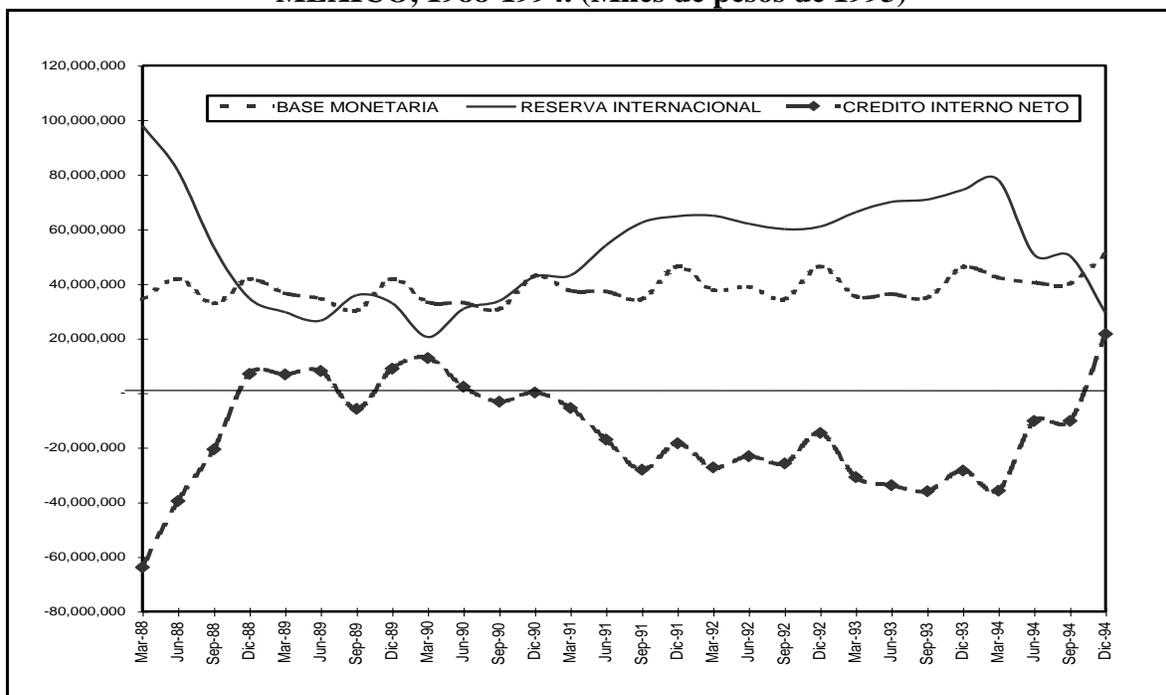
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Flujos exteriores netos</i>	1,110	8,441	25,139	27,039	33,760	12,754
<i>Inversión en cartera</i>	298	-3,985	12,138	19,206	28,355	7,574
<i>Flujos exteriores netos sobre PIB (%)</i>	0.5	3.5	8.7	8.2	9.3	3.4

Fuente: Vilariño (2001), Cuadro 3.2.

Como se aprecia, esta política provocó una fuerte entrada de capitales a partir de 1990, lo que condujo a las autoridades a la aplicación de una política de esterilización activa. La medida tenía el fin de evitar incrementos de la oferta monetaria que pudiesen incrementar la demanda agregada y con repercusiones sobre los objetivos inflacionarios.

El mecanismo de esterilización funcionó de la siguiente manera. Ante la entrada de flujos internacionales de capital las autoridades monetarias procedieron a la compra de dólares de acuerdo a la paridad fijada como objetivo. Esto incrementó las reservas internacionales y, por tanto, la base monetaria. A fin de impedir que se tradujese en incrementos excesivos de la oferta monetaria, Banxico, al mismo tiempo que compraba dólares, procedía a la venta de valores por la misma cantidad que acumulaba de reservas; con ello redujo su *crédito interno neto*.⁸⁹ En la gráfica 3.1 se puede apreciar claramente que a mayores incrementos de las reservas internacionales, disminuye el crédito interno neto, mostrando la política contraccionista-esterilizadora.

GRÁFICA 3.1: EVOLUCIÓN DE LA BASE MONETARIA Y SUS FUENTES EN MÉXICO, 1988-1994. (Miles de pesos de 1993)



Fuente: Elaborado con datos de Banxico

⁸⁹ Definido como base monetaria menos activos internacionales netos.

Pese a la política de esterilización, un monto importante de los flujos externos se monetizaron en la economía, esto resultó en un incremento de la oferta monetaria⁹⁰ y en la reducción de las tasas nominales de interés (véase cuadro 3.4 y *anexo A.5*).

Por último, se debe de notar que la reducción de la tasa de interés nominal no implicó la desaparición del diferencial real entre la tasa de interés interna y externa, aunque éste fue decreciente al pasar de 47.94%, en 1988, a 8.49%, en 1994 (véase cuadro 3.3).

Una vez descrita la forma general en la que actuó la política monetaria, resulta necesario mostrar a detalle la gestación de la crisis de 1994, y sus consecuencias sobre la política monetaria.

1.3 Génesis de la crisis de 1994

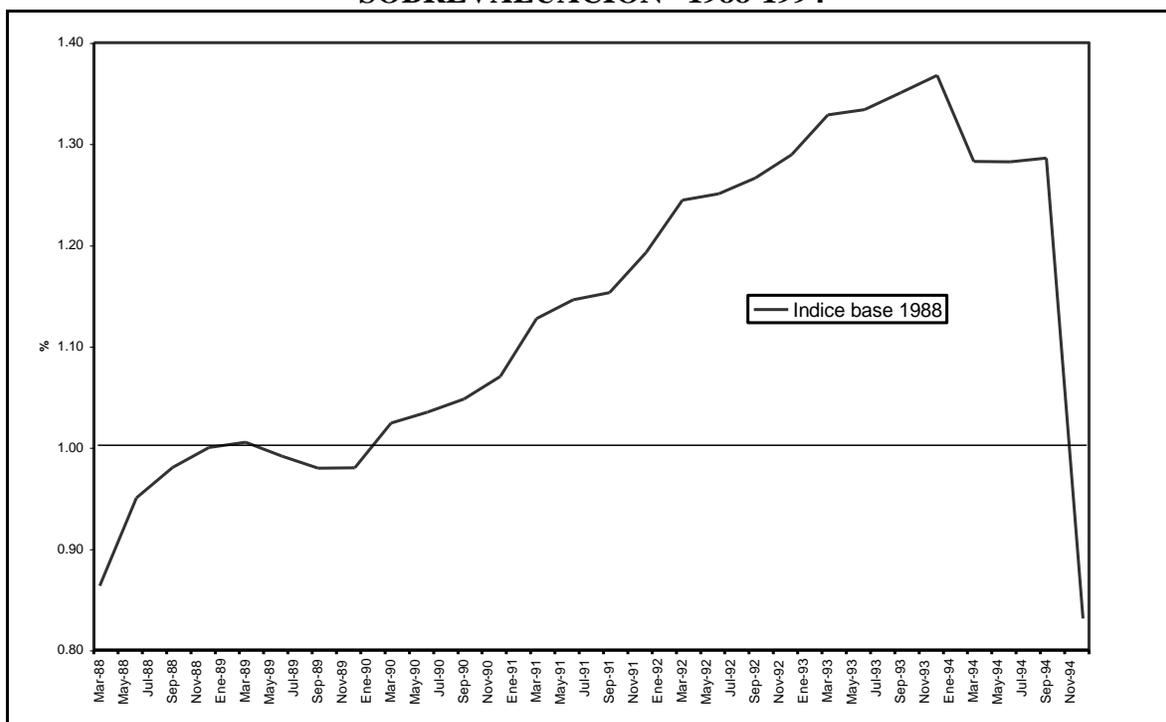
El programa de estabilización económica logró sus objetivos al reducir la inflación, disminuir el déficit público y lograr un crecimiento económico, durante los años 1988-1994, a una tasa anual de 3.91% (véase *anexo A.3*). No obstante los logros, esta estrategia de crecimiento generó desequilibrios económicos que derivaron en la crisis de diciembre de 1994. A continuación, se describe el proceso que provocó la crisis económica. En primer lugar, vale mencionar a la política monetaria, su efecto sobre la balanza de pagos y la resultante fragilidad externa. Igualmente, se presenta la manera cómo el sistema bancario nacional se debilitó durante el periodo, situación que agravó la crisis.

Para controlar la inflación las autoridades recurrieron al uso del tipo de cambio como ancla anti-inflacionaria, lo que condujo a una sobrevaluación cambiaria. Este fenómeno se presenta cuando los precios internos de una nación crecen más rápido que los precios externos y no existe un ajuste compensatorio en el tipo de cambio (nominal); esto

⁹⁰ La proporción de M4 a PIB creció del 29.7% en diciembre de 1988 a 47.7% en diciembre de 1994. (véase *anexo A.5*)

genera que las importaciones se abaraten en términos relativos y los bienes internos se vuelvan onerosos. En el caso mexicano, 1988-1994, la presencia de la sobrevaluación se debió a que las autoridades manejaban metas definidas de tipo de cambio nominal, es decir, se impedía que esta variable tuviese cambios que compensaran por completo, el creciente diferencial de precios entre México y Estados Unidos. En la gráfica 3.2 se aprecia como el tipo de cambio se sobrevalúa rápidamente, a partir de 1989, y continúa sobrevaluado durante la mayor parte del periodo.

GRÁFICA 3.2: MÉXICO, TIPO DE CAMBIO REAL. ÍNDICE DE SUB O SOBREVALUACIÓN* 1988-1994



*(Tipo de cambio real/ tipo de cambio teórico)

Fuente: elaboración propia con datos del FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001.

Debe agregarse que la apertura comercial también contribuyó al combate de la inflación, debido a que la competencia internacional impuso un techo al crecimiento de los precios internos.

Un efecto notable de la apreciación del tipo de cambio, y de la apertura exterior, fue el creciente déficit de la cuenta corriente, misma que, como se observó en el apartado anterior, quedó cubierto con la entrada de flujos de capital.⁹¹

Sin embargo, esta situación colocaba a la economía mexicana en una situación de “vulnerabilidad externa” ante choques exógenos que alteraran los flujos internacionales de capital, obligándolos a salir e impidiendo cubrir el déficit exterior.

Otro factor que aumentó la vulnerabilidad externa, fue el cambio de posición de cartera de los inversionistas extranjeros en el mercado de dinero, al intercambiar los CETES por Tesobonos, títulos nominados en dólares y de vencimientos a corto plazo. “La estructura de la deuda del gobierno cambió drásticamente, ya que en diciembre de 1993 un 70 % estaba materializada en Cetes y un 6 % en tesobonos, mientras que en diciembre de 1994 los tesobonos, denominados en dólares, representaban el 87 %, y un 10% los CETES”.⁹²

Debe agregarse que los bancos comerciales, en ese periodo, incrementaron desproporcionadamente su nivel de crédito, debido a la desaparición del encaje legal (1989) y por la falta de una adecuada regulación bancaria. Así, los bancos extendieron préstamos de alto riesgo a empresas ligadas con los mismos bancos, con amigos o con familiares. El crédito bancario pasó de representar 18.86 % del PIB en 1989, a 39.81% en 1994 (véase *anexo A.4*). Esto implicaba un cambio en la composición de la cartera bancaria, con una fuerte disminución de su participación en el sector público. Este crecimiento del crédito se

⁹¹ Se debe de agregar que la atracción de flujos de capital se logró no solamente con altas tasas de interés, además, existieron políticas que contribuyeron a la construcción de un ambiente favorable de ganancias como: la liberalización financiera que permitió a los inversionistas internacionales la adquisición de títulos públicos sin restricciones; las políticas de estabilización económica, y la firma del TLC

⁹² Vilariño. 2001: 40.

encontró acompañado de un incremento de la cartera vencida, la cual pasó de representar 0.24 % del PIB a 2.91 % en 1994 (véase *anexo A.4*).

Como se mencionó con anterioridad, esta situación era altamente vulnerable, puesto que el déficit de cuenta corriente estaba financiado por capitales de corto plazo y "... con el factor añadido de un sistema bancario debilitado, es una situación altamente explosiva, ya que cualquier señal que sea interpretada de manera claramente negativa por los inversores puede provocar un cambio drástico en la situación".⁹³

Cabe la advertencia de que desde fines de 1993 y durante 1994, aparecieron señales negativas. Los acontecimientos políticos,⁹⁴ el incremento de la tasa de interés en EUA y los grandes desequilibrios macroeconómicos (déficit de cuenta corriente y vencimiento de la deuda) crearon un ambiente desfavorable para los inversionistas; todo provocó una fuga de capitales del país y la consecuente reducción de las reservas internacionales. Estas últimas pasaron, de enero de 1994 a diciembre del mismo año, de 26 mil millones de dólares a 6 mil millones de dólares (véase cuadro 3.6).

En diciembre de 1994, cuando los desequilibrios macroeconómicos eran innegables, el gobierno mexicano abandona el régimen cambiario de deslizamiento y recurre a la devaluación para ajustar los desequilibrios externos, marca el comienzo de la crisis.⁹⁵ El

⁹³ *Ibíd.*

⁹⁴ Existieron acontecimientos políticos que fueron interpretados por los inversionistas foráneos como señales negativas. Algunos de estos son el levantamiento del EZLN el 1 de enero de 1994, o el asesinato del candidato a la presidencia del PRI, Luis Donaldo Colosio el 23 de marzo de 1994.

⁹⁵ "En la lógica del modelo económico neoliberal ... Se argumentó que las altas tasas de interés en México más la libertad total al movimiento de capitales y la política de privatizaciones y apertura comercial, atraerían masivamente inversiones extranjeras". "Al amparo de esa entrada masiva de capitales no solo se sobrevaluó el peso, sino, que se hizo posible un crecimiento espectacular de las reservas monetarias internacionales de México, que alcanzaron cerca de 30 mil millones de dólares a principios de 1994. Pero pronto se llegó al límite de ese "éxito" cuando se vio, en diciembre del mismo año, que se había caído a sólo 6 mil millones de dólares, por tres razones: la utilización de las reservas para financiar un abultado déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos ..., por la no llegada de nuevos capitales y además por la fuga de capitales. La devaluación se convirtió así en el detonante de una nueva crisis financiera en la economía mexicana". Álvarez (1995).

tipo de cambio pasa de 3.45 pesos por dólar, en noviembre de 1994, a 5.33 pesos por dólar en diciembre de 1994,⁹⁶ lo que represento una devaluación de 54.49 %. Debe subrayarse que el ajuste del tipo de cambio se dejó a las libres fuerzas del mercado al abandonarse el régimen cambiario de deslizamiento entre bandas e, implementarse un régimen de libre flotación, el 22 de diciembre de 1994.

La devaluación provocó una mayor fuga de capitales, un repunte de la inflación y, por lo tanto, de la tasa de interés.⁹⁷ Los bancos comerciales que expandieron fuertemente su crédito, se vieron pronto ante un fuerte problema de carteras vencidas, que posteriormente se convertiría en una crisis bancaria. El gobierno contrajo su gasto, elevó los impuestos, las tarifas y precios públicos, dando lugar a una contracción económica de grandes proporciones (caída de 6.9% del PIB en términos reales en 1995).

La crisis no tuvo grandes efectos en cuanto al plan de desarrollo adoptado y, solamente, provocó cambios en la conducción de la política monetaria, al considerarse esta como causante de la macro devaluación de diciembre de 1994. Estos cambios serán expuestos en el siguiente apartado enfocándonos en el periodo 1995 – 2000.

CUADRO 3.6: MÉXICO, RESERVAS INTERNACIONALES MENOS ORO
(Millones de dólares)

<i>Fecha</i>	<i>Monto</i>	<i>Fecha</i>	<i>Monto</i>
Ene-89	5,471.84	Ene-93	21,220.10
Ene-90	5,561.32	Ene-94	26,629.60
Ene-91	10,562.70	Dic-94	6,278.24
Ene-92	17,959.90	Ene-95	4,439.88

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001.

⁹⁶ Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

⁹⁷ La tasa de interés de los CETES a 28 días pasó del 14.10%, en 1994, a 48.44%, en 1995 (promedio anual) ; la inflación pasó de 7%, en 1994, al 34.8%, en 1995. Fuente: Banxico

2. LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA (1995-2000)

A raíz de la crisis de 1994 la instrumentación de la política monetaria se adecua con el fin de eliminar sus debilidades y con el propósito lograr una mejor adaptación al momento económico. Los cambios se dieron a nivel operativo e instrumental, lo que implicó un ajuste en los mecanismos de transmisión usados por la autoridad monetaria.

A partir de lo anterior, se pueden extraer dos interpretaciones diferentes sobre los mecanismos de transmisión citados. La primera, la versión convencional, señala que los cambios en la política monetaria modificaron, por completo, los mecanismos de transmisión al alterarse los instrumentos y objetivos monetarios. La segunda es una interpretación construida sobre la base de la teoría post-keynesiana; ésta señala que la política monetaria continuó con el manejo del control del tipo de cambio como mecanismo de transmisión, aún cuando, existieron cambios en el marco instrumental y operativo. Dicha interpretación implicó que sólo existió una adecuación en el tipo de instrumentos utilizados por Banxico para influir en el mercado cambiario.

La exposición de la política monetaria, en el periodo de estudio, será expuesta en tres apartados. El primero aborda los cambios en el marco operativo de la política monetaria. El segundo expone la interpretación convencional del mecanismo transmisión, y se evalúa el desempeño de la política monetaria bajo esta óptica. El último estudia la versión alternativa de los mecanismos de transmisión usados por Banxico, junto con una explicación alterna sobre la conducción de la política monetaria. Finalmente, se concluye cuál de estas interpretaciones resulta la más adecuada.

2.1 Modificaciones al marco operativo e instrumental de la política monetaria

La crisis de 1994 genera diversos cambios en el marco operativo de la política monetaria. Las autoridades comienzan por modificar el régimen cambiario y, asimismo, crean nuevos instrumentos para lograr los ajustes necesarios. Además, se adopta un nuevo esquema de regulación bancaria llamado de *saldos acumulados cero*; con éste se pretende afectar las condiciones monetarias de la economía. Por último, reaparecen los depósitos obligatorios de regulación monetaria y se crean los bonos de regulación monetaria (BREM's). A continuación se explica cada modificación.

En primer lugar, Banxico abandona el régimen cambiario de deslizamiento entre bandas y adopta un régimen cambiario de libre flotación en diciembre de 1994. En este sentido, se eliminan las intervenciones directas y continuas sobre el mercado cambiario para mantener una cotización; estableciéndose un nuevo mecanismo para la adquisición de reservas internacionales y para la venta de dólares.

Para la adquisición de reservas *la Comisión de Cambios*⁹⁸ establece el mecanismo de opciones de venta de moneda extranjera de la banca al Banco de México,⁹⁹ el cual consiste en que Banxico, el último día de cada mes, subasta a los bancos comerciales derechos de venta de dólares a la misma institución. Si antes del día 16 del mes, se ejerce 80% de las opciones, se convocaría inmediatamente a una subasta adicional de opciones por el monto de la primera subasta. El banco central puede ejercer, total o parcialmente, estos derechos dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta respectiva; el precio de venta de los dólares se estipula en base al tipo de venta interbancario de referencia del día hábil anterior, excepto en casos que éste rebase el promedio de los últimos 20 días hábiles.

⁹⁸ La Comisión de Cambios esta integrada por el Secretario y dos Subsecretarios de Hacienda y Crédito Público, el Gobernador de Banxico y dos miembros de la Junta de Gobierno.

⁹⁹ Se establece en julio de 1996

De igual manera, las autoridades monetarias del país, al mismo tiempo que compra divisas, proceden a *esterilizar* su efecto vía operaciones de mercado abierto por el mismo monto de la compra de divisas.

La comisión de cambios, para la venta de divisas, establece un esquema llamado de *ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México*.¹⁰⁰ Bajo este esquema, Banxico ofrece en subasta¹⁰¹ hasta 200 millones de dólares cada día en que los bancos comerciales presentan posturas con “... un tipo de cambio por lo más dos ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior”.¹⁰² El principal objetivo de este mecanismo es moderar la volatilidad del tipo de cambio y evitar las reducciones drásticas de la reserva internacional. De esta manera no se defiende una cotización específica del tipo de cambio.

CUADRO 3.7: COMPRA DE DÓLARES POR MEDIO DEL MECANISMO DE SUBASTAS, MONTOS SUBASTADOS. (Millones de dólares)

<i>FECHA</i>	<i>Subasta primaria</i>	<i>Subasta adicional (en caso de ser necesario)</i>	<i>Monto total potencial</i>
Jul. 1996	130	No existe	130
Dic. 1996	300	No existe	300
Feb. 1997	300	300	300
Jul. 1997	500	500	1000
Oct. 1997	400	400	800
Oct. 1997	250	250	500
Oct. 1998	Se suspende el mecanismo		
Ene. 1999	250	250	250
2000	250	250	250

Fuente: elaboración propia con datos de los informes anuales de Banxico, diversos años.

¹⁰⁰ Se establece en febrero de 1997.

¹⁰¹ En 1997 la subasta era única y se realizaba si existían posturas antes de las 12:15 PM, posteriormente se extendió a tres subastas si existían posturas. La primera subasta se celebra entre las 9:00 y 9:15 horas; si no se agotan los 200 millones de dólares, se celebra una segunda subasta entre las 11:00 y 11:15 horas; y, por último, si hubiera todavía un remanente, se celebraría una tercera entre las 13:00 y 13:15 horas. Informe anual de Banxico, 1998.

¹⁰² El tipo de cambio del día hábil anterior será el que “el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación el día de la subasta (a menos de que el Banco de México haya vendido el día hábil inmediato anterior divisas mediante el mecanismo citado, en cuyo caso el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior sería el que hubiera resultado de la subasta del día hábil inmediato anterior)”. Informe anual de Banxico 1997.

En segundo lugar se adopta el esquema de “encaje promedio cero”¹⁰³ o política de saldos acumulados cero. Mediante dicho esquema los saldos deudores que aparezcan en las cuentas diarias (cuentas corrientes) de las instituciones de crédito, en Banxico, deberán de ser compensados dentro de un periodo de 28 días con saldos acreedores. Si alguna institución no cubre su saldo deudor al final del periodo, deberá pagar intereses por dos veces la tasa vigente de los CETES, a 28 días. Cabe recalcar que los saldos acreedores no causan ganancias de intereses, así los bancos no tendrán ningún incentivo por mantener saldos positivos en sus cuentas. Por lo tanto, las instituciones de crédito mantendrán sus saldos acumulados en cero al final del periodo de 28 días.

El Banco de México puede elegir un objetivo global de saldos acumulados diarios; de tal forma que *envía señales* al mercado para afectar el nivel de la tasa de interés. Estas operaciones se realizan mediante los llamados “cortos” y “largos”, de la política de saldos acumulados.

Los “cortos” se definen como las acciones que lleva a cabo Banxico, por medio de operaciones de mercado abierto, con el propósito de obtener un saldo negativo diario acumulado en las cuentas corrientes de los bancos comerciales. Esto deja al sistema bancario “corto” de recursos y obliga a las instituciones a buscar los recursos faltantes en el mercado de dinero, con el fin de evitar pagar la elevada tasa de interés en caso de un sobregiro. Esta acción presiona al mercado de dinero a incrementar la tasa de interés, es decir, se impone una política monetaria restrictiva.

Los “largos”, por su parte, se referirán a una política monetaria expansiva, pues el objetivo serán saldos positivos acumulados que ejercen presiones a la baja de la tasa de interés del mercado.

¹⁰³ Este esquema se impone a partir de marzo de 1995.

Finalmente, debe destacarse la reaparición¹⁰⁴ de los depósitos obligatorios de regulación monetaria durante los periodos de diciembre de 1994 a abril de 1995 y de abril de 1997 a la fecha. Estos depósitos tienen el fin de restarle liquidez a la banca comercial para cumplir los objetivos trazados por las autoridades monetarias. El mismo caso se aplica sobre los Bonos de Regulación Monetaria (BREM's). Estos se emiten, por primera vez en agosto del 2000, en sustitución de los bonos gubernamentales (Cetes y Bondes), que funcionaban para las operaciones de mercado abierto.

Como se señaló con antelación, de estos cambios es posible derivar dos interpretaciones diferentes sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y, asimismo, sobre la conducción de la misma en el periodo 1995–2000. En los siguientes dos apartados se desglosan, en el siguiente orden, la interpretación convencional y la versión post keynesiana sobre estos temas.

2.2 Interpretación convencional

El presente apartado presenta la interpretación convencional, que suele adjudicarse a las autoridades. En un primer momento, el análisis se centra la interpretación sobre los mecanismos de transmisión; posteriormente, se estudia la política monetaria desde este punto de vista, durante el periodo 1995-2000.

Es importante mencionar que esta interpretación no se refiere al marco analítico propio de Banxico, ya que, como señala Mántey (1999), la institución maneja un discurso pragmático, que salta de la teoría monetarista fisheriana a la teoría postkeynesiana, generando una inconsistencia teórica en sus análisis de la política monetaria. Así, en este apartado, únicamente, se considera una explicación convencional desligada del discurso del Banco de México.

¹⁰⁴ Esto depósitos obligatorios han existido con anterioridad, pero en este periodo tienen mayor vigencia.

Desde la perspectiva convencional, Banxico utilizó dos mecanismos de transmisión, ambos basados en la teoría monetarista y/o de las expectativas racionales. El primer mecanismo establece metas de crecimiento del crédito interno neto a mediano plazo, con el fin de mantener estable el crecimiento de la base monetaria; mientras que el segundo fija objetivos de “cortos” y “largos” para el régimen de saldos acumulados, siendo este un mecanismo de uso discrecional, es decir, de corto plazo. A continuación se describen ambos mecanismos desde una perspectiva convencional mediante la mención de *la secuencia convencional*: instrumentos, objetivos operativos, variables informativas¹⁰⁵ y objetivos finales. Igualmente, se menciona por qué desde esta perspectiva, significa un cambio de los mecanismos de transmisión con respecto al periodo anterior (1988-1994). Por último, se describe la política monetaria a partir de este enfoque.

La descripción del primer mecanismo, siguiendo *la secuencia convencional*, es la siguiente. Los instrumentos utilizados fueron los depósitos obligatorios a las instituciones de crédito y las operaciones de mercado abierto. Estos se aprovecharon para alcanzar el objetivo operativo contemplado en los límites al crecimiento del crédito interno neto de la institución; mientras que la variable informativa fue la estabilidad del crecimiento de la base monetaria, que se empezó a pronosticar diariamente desde 1996. Esta secuencia tenía como objetivo final el control de la *inflación*,¹⁰⁶ variable central de Banxico desde su independencia.

¹⁰⁵ También conocidas como variables intermedias.

¹⁰⁶ A excepción de una ocasión, “en marzo de 1995 en el marco del PARAUSSE se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientaría a reducir la volatilidad del tipo de cambio y de ser posible su depreciación”. Informe anual 1995, p. 75.

Debemos de aclarar que la base monetaria (BM), por el lado de sus fuentes, se compone de la reserva internacional (RI) y el crédito interno neto¹⁰⁷ (CIN). Algebraicamente se expresa como: $BM = RI + CIN$.

Si se pretende mantener el crecimiento de BM estable, esta se controlará de dos formas: ya sea manipulando el crecimiento de RI y CIN al mismo tiempo; o bien, permitiendo el crecimiento de alguno de los componentes mientras se limita el crecimiento del otro. Para el periodo de estudio, Banxico establece límites de crecimiento a CIN. (Véase *anexo A.6* para observar metas y saldos observados)

La lógica de este mecanismo de transmisión reside en la teoría monetarista, bajo el supuesto de que al mantener estable el crecimiento de la base monetaria se podrá controlar indirectamente la oferta monetaria y la inflación.¹⁰⁸ Al controlarse la inflación se reducirá la tasa de interés nominal (la cual se supone compuesta por tasa de interés real y expectativas inflacionarias), lo mismo sucede con la volatilidad del tipo de cambio al reducirse las expectativas inflacionarias. Además, desde esta perspectiva, el mecanismo monetarista supone una ventaja adicional: la reducción del crédito al gobierno, que implicaría no financiar el déficit público, traduciéndose en menores expectativas de inflación.

Por otra parte, en caso de presentarse situaciones contingentes, que afectarán las previsiones sobre el objetivo *inflacionario* deseado, las autoridades monetarias, aplicarán el segundo mecanismo de transmisión (“cortos” o “largos”) de forma discrecional para alcanzar la meta planeada.

¹⁰⁷ El crédito interno neto de Banxico se define como los créditos menos depósitos de instituciones financieras, de fideicomisos, de organismos y empresas públicas, del gobierno federal, de organismos financieros internacionales y de depósitos de regulación monetaria. También se puede definir como base monetaria menos reservas internacionales.

¹⁰⁸ Véase capítulo 1 apartado 1.1 y 1.3, capítulo 2 apartado 2.1.

Este mecanismo de transmisión se interpreta de la siguiente forma: el instrumento usado son las operaciones de mercado abierto, teniendo como objetivo operacional los saldos acumulados diarios de las cuentas corrientes de los bancos. La variable intermedia serán las expectativas inflacionarias,¹⁰⁹ y el objetivo final será el control de la inflación.

Debe remarcarse que desde la perspectiva convencional, el uso del corto genera dos efectos: a) en el corto plazo restringe los fondos bancarios e impulsa la tasa de interés a al alza, lo cual debería de reducir la demanda y controlar precios; b) en el largo plazo, crea una restricción de la base monetaria y, por tanto, de la oferta monetaria. A pesar de que el corto representa una pequeña parte de la base monetaria,¹¹⁰ el mercado interpreta esta acción como una señal del compromiso de las autoridades para combatir la inflación. Esto provocará una reducción de las expectativas inflacionarias que se traducirán en reducción de los precios, de la tasa de interés y evitará la volatilidad del tipo de cambio al mantener la inflación estable.

Finalmente, esta perspectiva argumenta que los mecanismos de transmisión usados en el periodo han cambiado completamente con referencia al anterior (1988-1994), ya que se abandonaron las metas de tipo de cambio como ancla inflacionaria, a fin de lograr metas cuantitativas en el crédito interno neto o los saldos acumulados. Además, se argumenta que las autoridades no influirán sobre el nivel del tipo de cambio, debido a que éste se establece bajo un régimen de libre flotación determinado libremente en el mercado.

Con base a la interpretación anterior, procede el un análisis empírico de las acciones en materia de política monetaria que Banxico realizó en el periodo 1995-2000.

¹⁰⁹ Banxico realiza encuestas mensuales sobre las expectativas de inflación entre académicos, empresarios y, además, toma en cuenta sus propias previsiones.

¹¹⁰ Para el 28 de diciembre del 2000, el corto sólo representó el 1.7% de la base monetaria.

Al analizar el principal mecanismo de transmisión, notamos que el objetivo operativo (crecimiento del crédito interno neto) se cumplió y, en algunos casos, en forma holgada, durante el periodo de estudio (véase gráfica 3.3 y *anexo A.6*). Esto supone que el objetivo intermedio a cumplir, la base monetaria, debe cumplirse sin ninguna contratiempo. Como se observa en la gráfica 3.4 la base monetaria observada difiere en todo momento con la base monetaria pronosticada; aunque, esto no se tradujo en cambios en el objetivo operativo de límites al crédito interno neto, debido a que los objetivos intermedios pasaron a ser sólo variables informativas sobre el curso del objetivo final y, por tanto, no se controlan al 100%.¹¹¹

No obstante, si esta variable informativa se desvía mucho de los pronósticos o pudiese tener un impacto inflacionario, se procede a efectuar intervenciones en el mercado. Este es el motivo por el cual Banxico recurrió al uso del “corto” de forma discrecional para conseguir su objetivo final (el control de la inflación). Los objetivos de saldos acumulados fueron alterados 37 veces, desde el periodo de su adopción hasta diciembre del año 2000; sólo se mantuvo estable durante poco más de un año, de noviembre de 1996 al 10 de marzo de 1998, lo que evidencio el uso discrecional de este instrumento.

Podemos notar que los cortos han actuado, al parecer, como lo preveía la *teoría económica convencional*, debido a que la economía, ante la restricción monetaria, produjo reducciones tanto de la inflación como de la tasa de interés nominal. Este fenómeno se puede apreciar en las gráficas 3.5 y 3.6, donde se observa una relación negativa entre monto del corto, inflación y tasa de interés. Sin embargo, esto puede tener una explicación alternativa más completa que trataremos en el siguiente apartado.

¹¹¹ Véase capítulo 2 apartado 3.1

En términos del objetivo final, la inflación se redujo año con año; aunque no se cumplieron las metas inflacionarias propuestas por las autoridades monetarias en todos los años. Ejemplo de ello son los años 1995, 1996 y 1998 donde existen diferencias de 23.8, 4.2 y 5.2 puntos, respectivamente, en relación al objetivo planteado (véase cuadro 3.12).

CUADRO 3.8: MÉXICO, OBJETIVOS INFLACIONARIOS E INFLACIÓN OBSERVADA, 1995 – 2000.

AÑO	Objetivo Anual de Corto Plazo	Inflación observada	Diferencia
1994		7.05	
1995	Inflación no mayor a 19%	51.97	-32.97
1996	20.5 %	27.70	-7.2
1997	15 %	15.72	-0.72
1998	12 %	18.61	-6.61
1999	13 %	12.32	0.68
2000	Inflación no mayor del 10 %	8.96	1.04

Fuente: Banxico, Exposición sobre la política monetaria (varios años)

Las razones que las autoridades plantearon para las discrepancias entre los objetivos y los datos reales fueron diversas, pero en los tres años, se argumentó al tipo de cambio como motivo principal de estas discrepancias.¹¹² Para 1995, se menciona a la devaluación del peso como la principal razón para que la inflación fuese mayor a la planeada. Para 1996, se utiliza el mismo argumento, junto con la elevación de los precios internacionales de los granos y los incrementos salariales. En 1998, nuevamente, se menciona como factor al tipo de cambio, mismo que según las autoridades, se depreció debido a la turbulencia financiera internacional provocada por la crisis en Rusia y otros acontecimientos que causaron una falta de liquidez internacional.

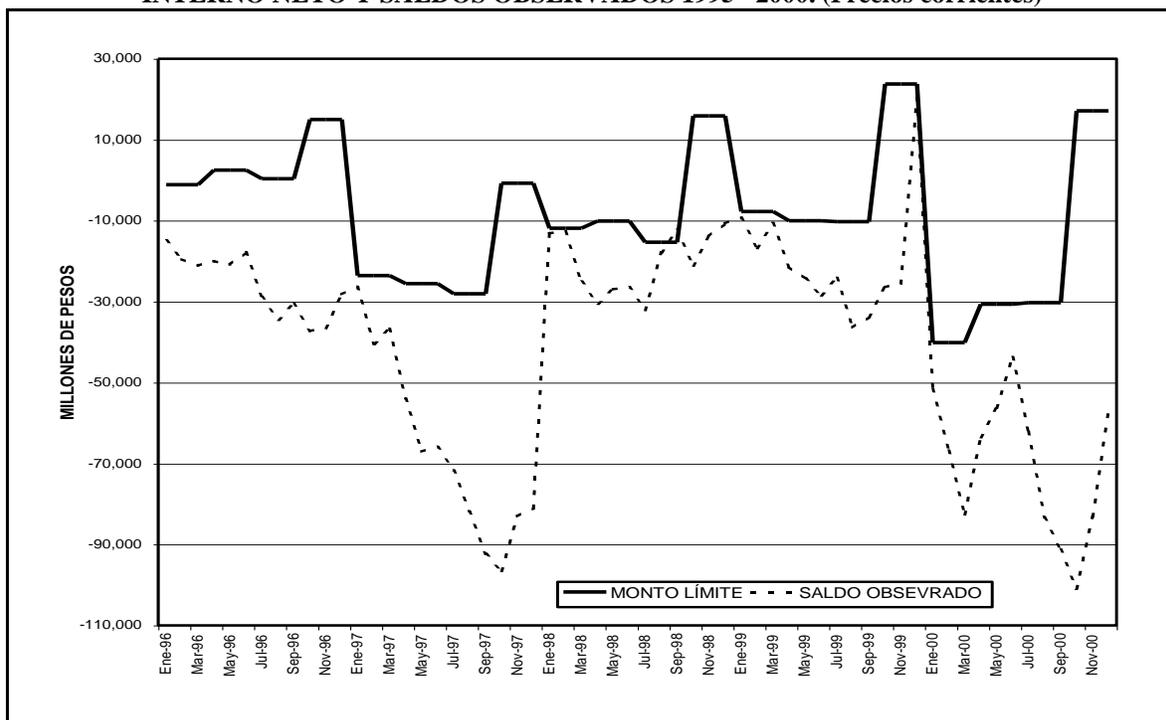
Debe mencionarse que, durante el periodo de estudio, se produjeron incrementos importantes de las reservas internacionales; estos estuvieron acompañados de reducciones del crédito interno neto para mantener el crecimiento de la base monetaria dentro de la trayectoria planeada; aunque esto no siempre se logró (véase gráfica 3.7).

¹¹² Esto indicaría una causalidad de tipo de cambio a precios y no en el sentido opuesto, como argumenta la teoría convencional.

Por último y en cuanto al tipo de cambio, las acciones que las autoridades monetarias realizaron, desde la *perspectiva económica convencional*, no fueron directas en el mercado cambiario, pues se adoptaron mecanismos de compra y venta de dólares que impidieron esta acción. Las autoridades, al actuar bajo un régimen de libre convertibilidad, únicamente pueden mantener el tipo de cambio estable mediante: el control de la inflación y manteniendo los mercados monetarios estables.¹¹³ De esta manera, se generan expectativas favorables de la economía que serán interpretadas, en el mercado cambiario, positivamente y estabilizaran el tipo de cambio.

Todas las acciones anteriores fueron encaminadas a lograr el crecimiento de la economía, el cual fue de 3.4% anual durante el periodo (véase *anexo A.3*).

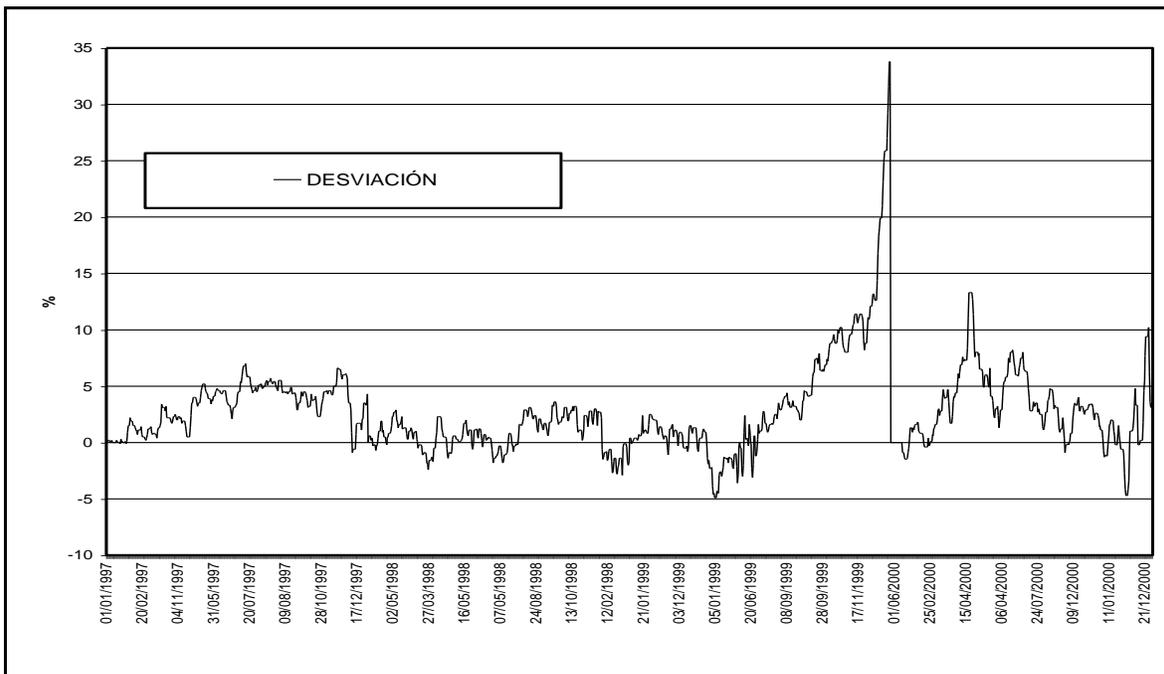
GRÁFICA 3.3: MÉXICO, LÍMITES TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES DEL CRÉDITO INTERNO NETO Y SALDOS OBSERVADOS 1995 –2000. (Precios corrientes)



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

¹¹³ Véase capítulo 2 apartado 2.6

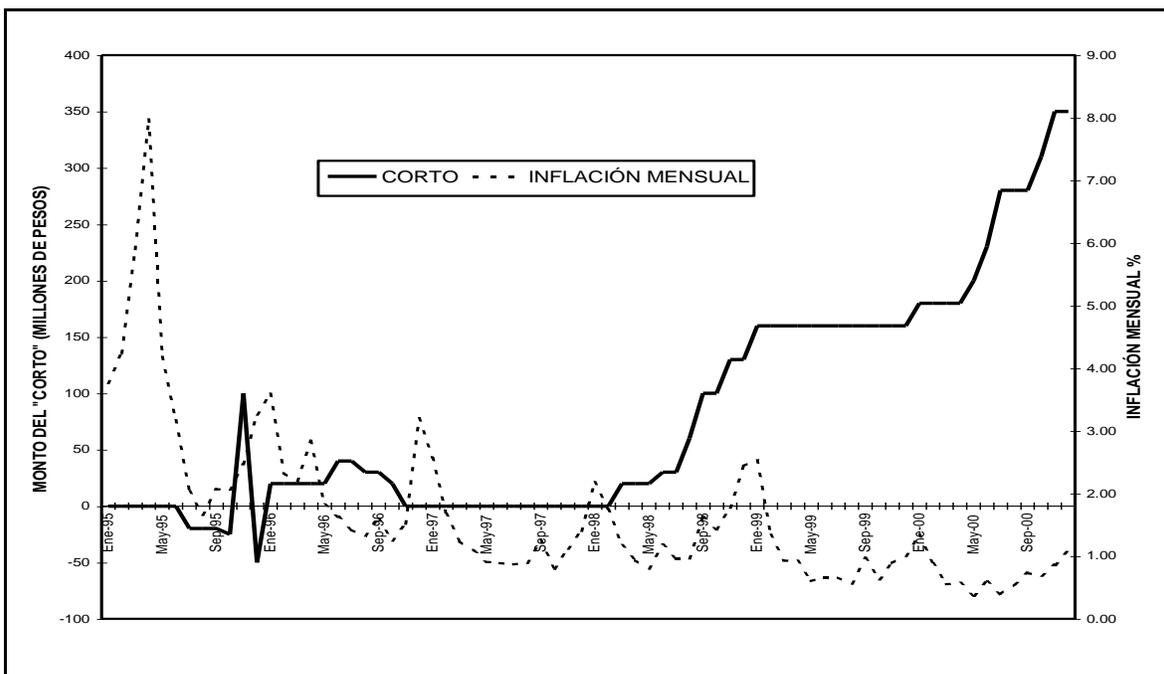
GRÁFICA 3.4: MÉXICO, DESVIACIÓN PORCENTUAL DE LA BASE MONETARIA CON RESPECTO AL PRONOSTICO,* 1997-2000.



Fuente: elaborado con datos de Banxico, pagina electrónica.

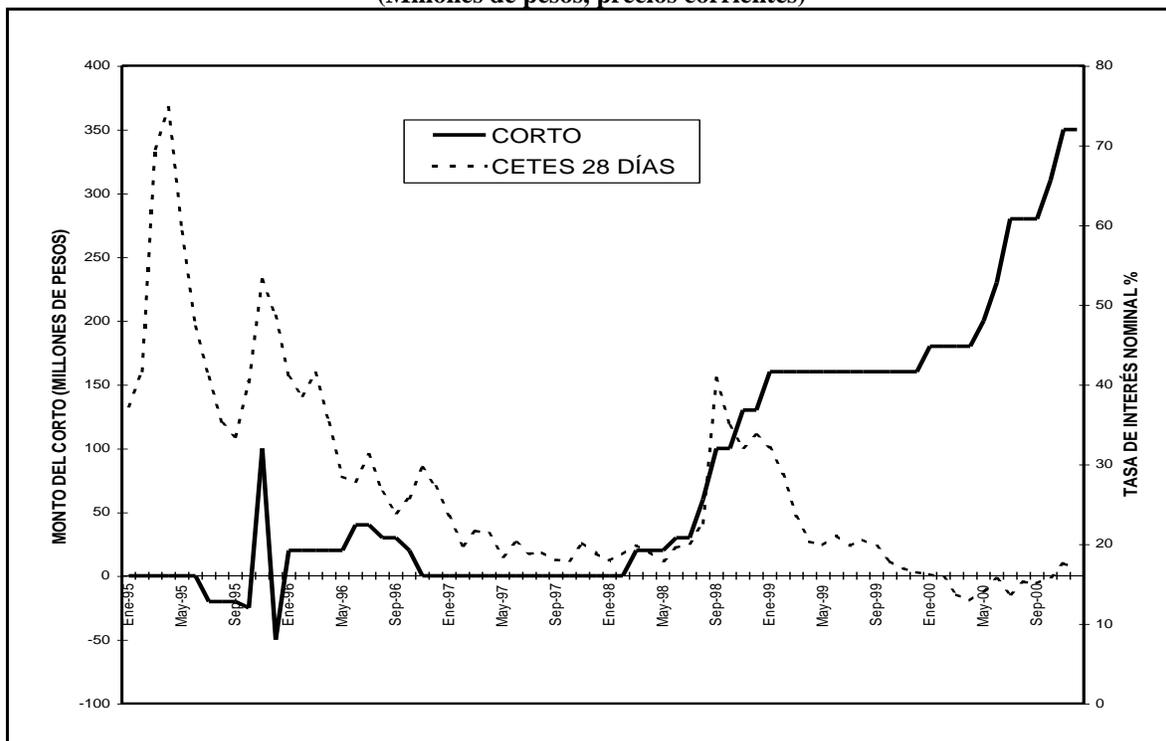
* Los datos únicamente se encuentran disponibles a partir de 1997.

GRÁFICA 3.5: MÉXICO, INFLACIÓN Y MONTO DEL CORTO* 1995 -2000 (Millones de pesos, precios corrientes)



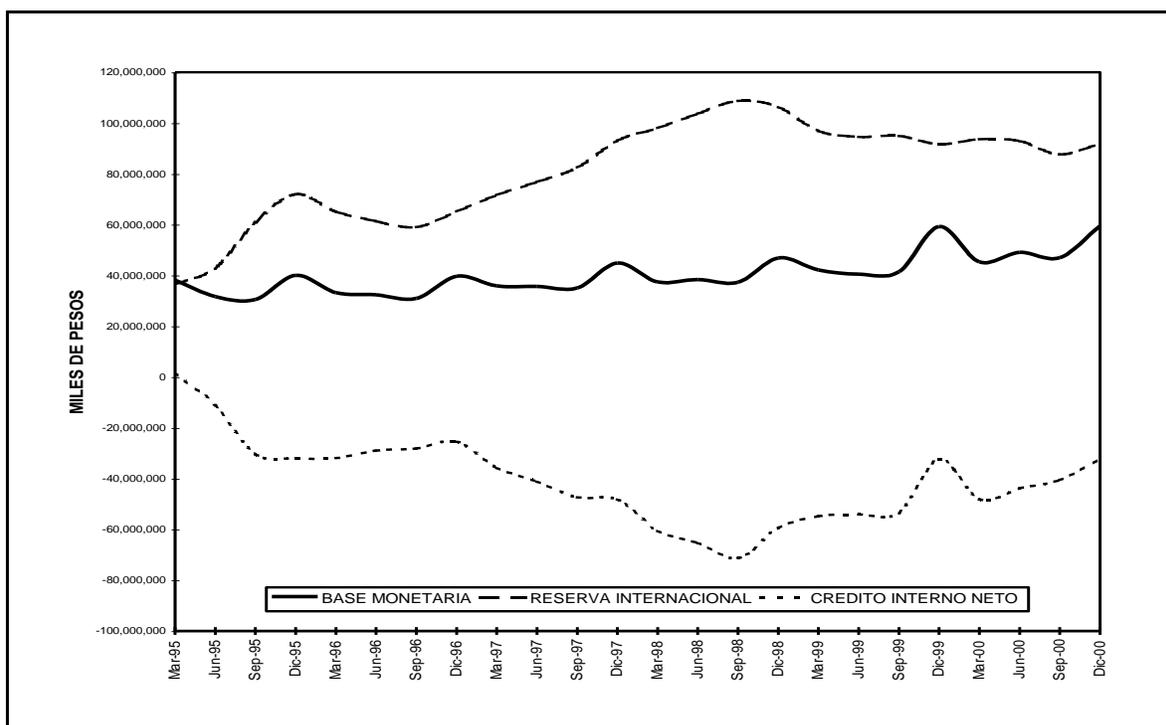
Cifras negativas indican un largo. Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

GRÁFICA 3.6: MÉXICO, TASA DE INTERÉS Y MONTO DEL CORTO* 1995 –2000
(Millones de pesos, precios corrientes)



Cifras negativas indican un largo. Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

GRÁFICA 3.7: MÉXICO, BASE MONETARIA Y FUENTES 1995 –2000
(Miles de pesos a precios de 1993)



Fuente: elaboración con datos de Banxico.

2.3 Interpretación postkeynesiana

En este apartado se procede a un análisis de la política monetaria, en el periodo de estudio, desde la perspectiva postkeynesiana. Se menciona que la política monetaria en el lapso 1995-2000 se ha basado en un mecanismo de transmisión sustentado en el tipo de cambio, lo que significa que no ha cambiado el mecanismo de transmisión con respecto al periodo anterior, 1988-1994; únicamente se han modificado los instrumentos destinados para lograrlo. A fin de argumentar lo anterior, la exposición continúa con el siguiente orden: primero, se estudia el funcionamiento del mecanismo del tipo de cambio, avalado por evidencias empíricas; posteriormente, se analizan algunos pormenores relacionados con el fenómeno de la reducción de la tasa de interés nominal y la política de esterilización.

El mecanismo en el que se basó Banxico para la ejecución de la política monetaria, *y consecución de sus objetivos inflacionarios*, fue el tipo de cambio. El impacto que las autoridades monetarias lograron sobre el tipo de cambio no se fundamentó en intervenciones directas sobre el mercado cambiario (ofreciendo o comprando grandes cantidades de divisas), sino se partió del uso de un *mecanismo indirecto*; esto es, en los “cortos” o “largos”, dado que se trabajó en una economía abierta. Este instrumento permitió modificar el tipo de cambio al afectar las *expectativas de ganancia* de los flujos internacionales de capital (que determinarían la demanda sobre una moneda en el mercado cambiario)¹¹⁴ por medio de alteraciones en la tasa de interés nominal.¹¹⁵

Desde la perspectiva *postkeynesiana*, el Banco de México afecta el costo de las reservas por medio del mecanismo de saldos acumulados.¹¹⁶ Cuando las autoridades

¹¹⁴ Para mayores detalles sobre los determinantes de la demanda de divisas véase capítulo 2 apartado 2.6

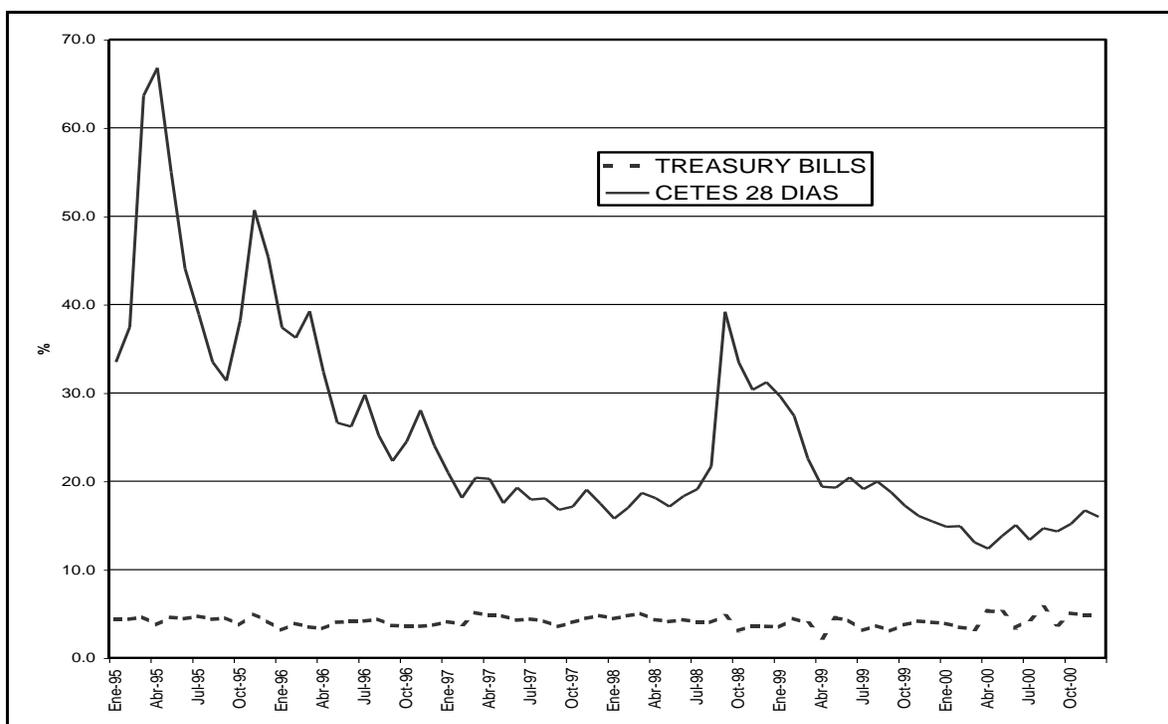
¹¹⁵ Véase capítulo 2 apartado 2.6, interpretación postkeynesiana sobre el mecanismo de transmisión del tipo de cambio.

¹¹⁶ Esto supone que la tasa de interés se determina en endogenamente, aunque las autoridades monetarias tienen un alto grado de influencia sobre esta.

monetarias deciden establecer un *corto*, esto equivale a no acomodarse a la demanda de reservas de las instituciones crediticias, pues éstas buscarán las reservas en el mercado de dinero, lo que presiona al alza la tasa de interés. En el caso contrario de un *largo* la tasa de interés tiende a reducirse. También destaca el caso de una posible política monetaria acomodaticia, con saldos objetivos cero, que permite la estabilidad de la tasa de interés.

El objetivo final de las alteraciones sobre los saldos acumulados diarios, en las cuentas corrientes de los bancos comerciales, fue mantener tasas de interés con rendimientos superiores a la tasa de interés internacional para atraer, estabilizar y mantener flujos de capital y asegurar un tipo de cambio estable.

GRÁFICA 3.8: TASA DE INTERÉS DE MÉXICO Y EUA (1995-2000).

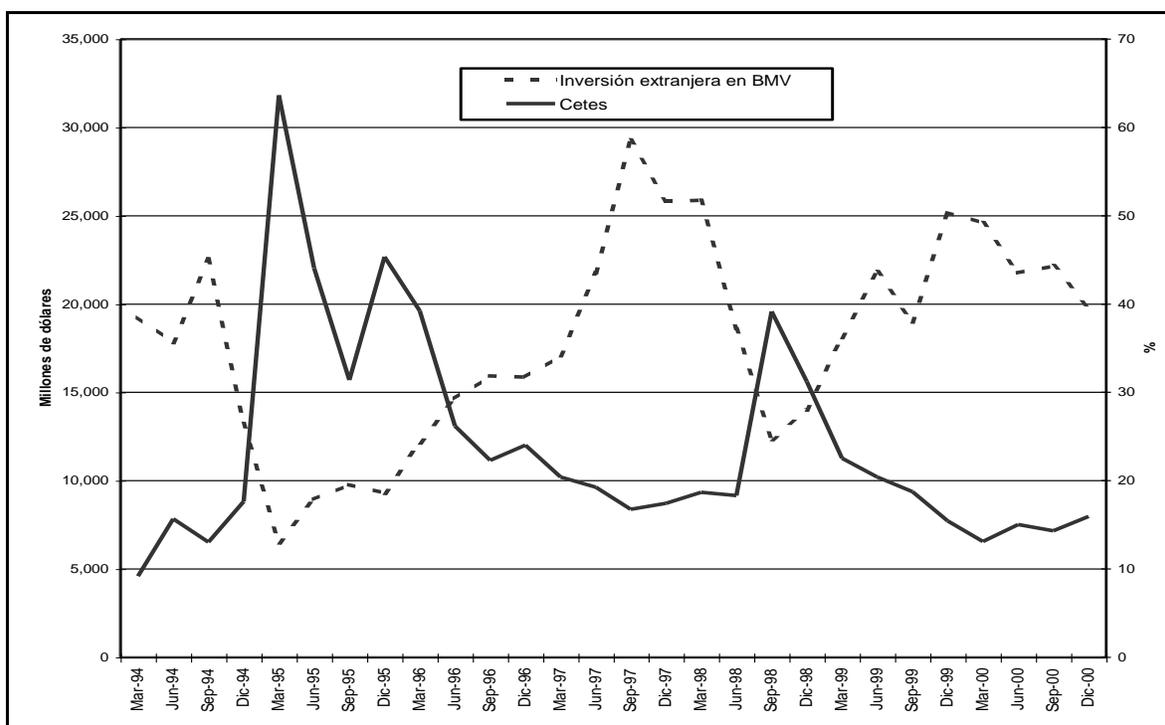


Fuente: elaboración propia con datos del FMI.

El mecanismo anterior se observar en tres gráficas. En la gráfica 3.8, se aprecia como la tasa de interés de Cetes a 28 días, mostró durante todo el período un alto margen de diferencia con respecto a la tasa de los T-Bills, a 3 meses en EUA. Esto evidencia que la

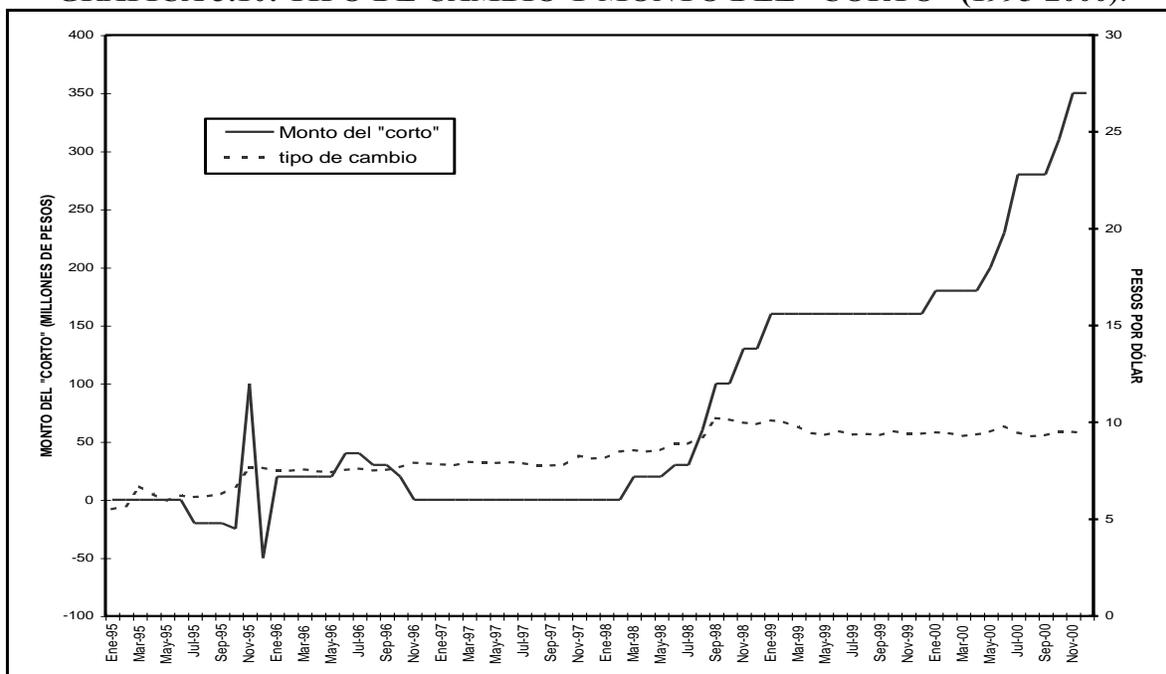
política monetaria esta encaminada a crear un ambiente financiero favorable a la inversión extranjera, preservando un margen de rendimientos positivo, aunque decreciente. Mientras en la gráfica 3.9, se observa movimientos inversos de la tasa de interés con respecto a la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores, indicando una política enfocada a mantener los flujos de capital internacionales, pues ante la disminución de éstos se incrementa la tasa de interés como contramedida para asegurar su permanencia en el país y, con ello, mantener estable el tipo de cambio. En la gráfica 3.10 se aprecia como el tipo de cambio se mantiene sin cambios bruscos el periodo, esto es, se mantiene estable, mientras el monto del “corto” varió continuamente con el fin de mantener la primera variable estable.

GRÁFICA 3.9: TASA DE INTERÉS DE MÉXICO E INVERSIÓN EXTRANJERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES* 1994-2000.



*Saldos, no incluye ADR's. Fuente: elaboración propia con datos del FMI y la BMV.

GRÁFICA 3.10: TIPO DE CAMBIO Y MONTO DEL “CORTO” (1995-2000).



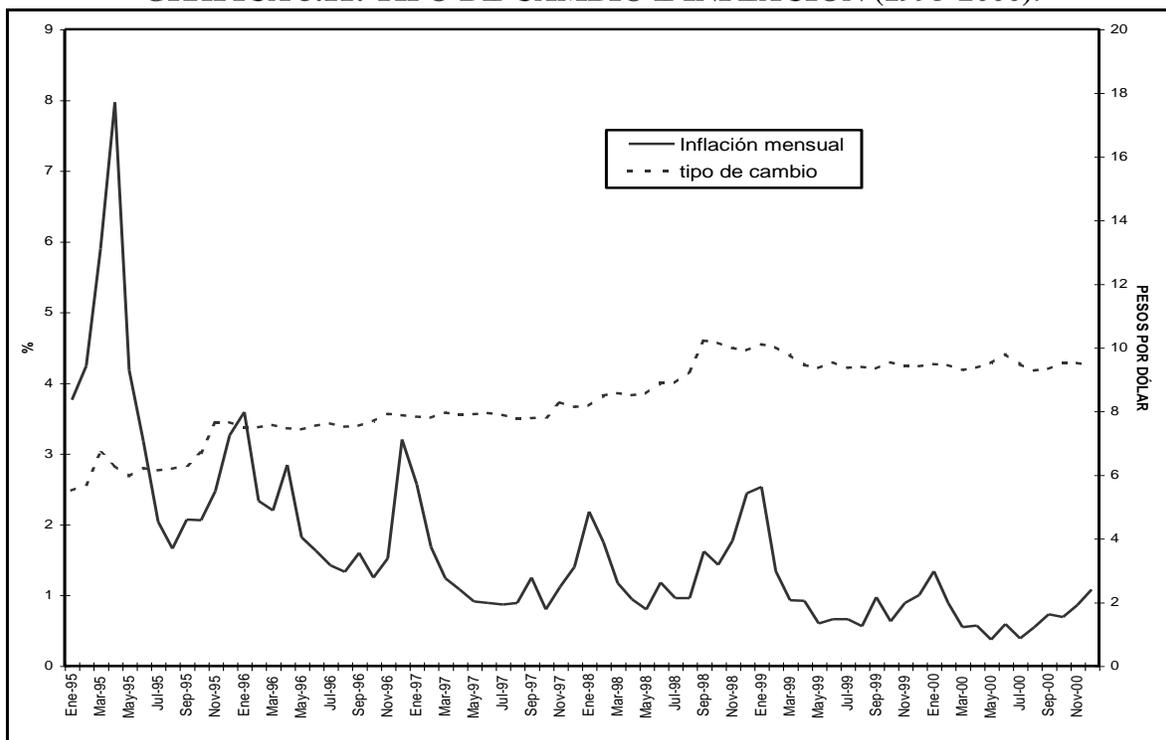
Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

En el periodo, se observan dos ejemplos notables sobre el manejo de la tasa de interés a favor de la estabilización del tipo de cambio. Durante los primeros meses de 1995, la elevación de la tasa de interés de los Cetes fue una mediada que tenía el fin de evitar una mayor fuga de capitales que, provocase una mayor devaluación y, como resultado impidiese estabilizar el tipo de cambio. En 1998, la elevación de la tasa de interés respondió a la turbulencia financiera internacional, provocada por la crisis asiática (que comenzó en la segunda mitad de 1997 y perduro hasta mediados de 1998), la crisis Rusa (agosto de 1998) y la crisis del real brasileño (septiembre de 1998). Su meta planeaba evitar fugas de capitales y, mantener la confianza entre los inversionistas internacionales, evidenciando una política a favor de la estabilidad cambiaria.

Así, el tipo de cambio se aplicó para controlar *la inflación* al mantener el precio de los bienes y servicios importados estables, es decir, vía costos. A su vez, esto impondrá un techo al incremento de los precios internos de bienes y servicios cuya competencia sea

directa con los bienes externos. En la gráfica 3.11, se aprecia, tras la evidencia empírica, una tendencia a la baja de la inflación mientras se mantiene estable el tipo de cambio, pues el precio de las importaciones se mantiene controlado e, inclusive, disminuye.

GRÁFICA 3.11: TIPO DE CAMBIO E INFLACIÓN (1995-2000).



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

La caída del precio de las importaciones, en términos relativos, se debe al fenómeno de sobrevaluación cambiaria. A su vez, bajo el régimen cambiario, presente en el periodo, la sobre-valuación se presentó debido a que los flujos de capital, atraídos gracias a la *política monetaria*, han alterado el tipo de cambio nominal para mantenerlo estable. Se impidió, de esta forma, un ajuste compensatorio a los diferenciales de precios.

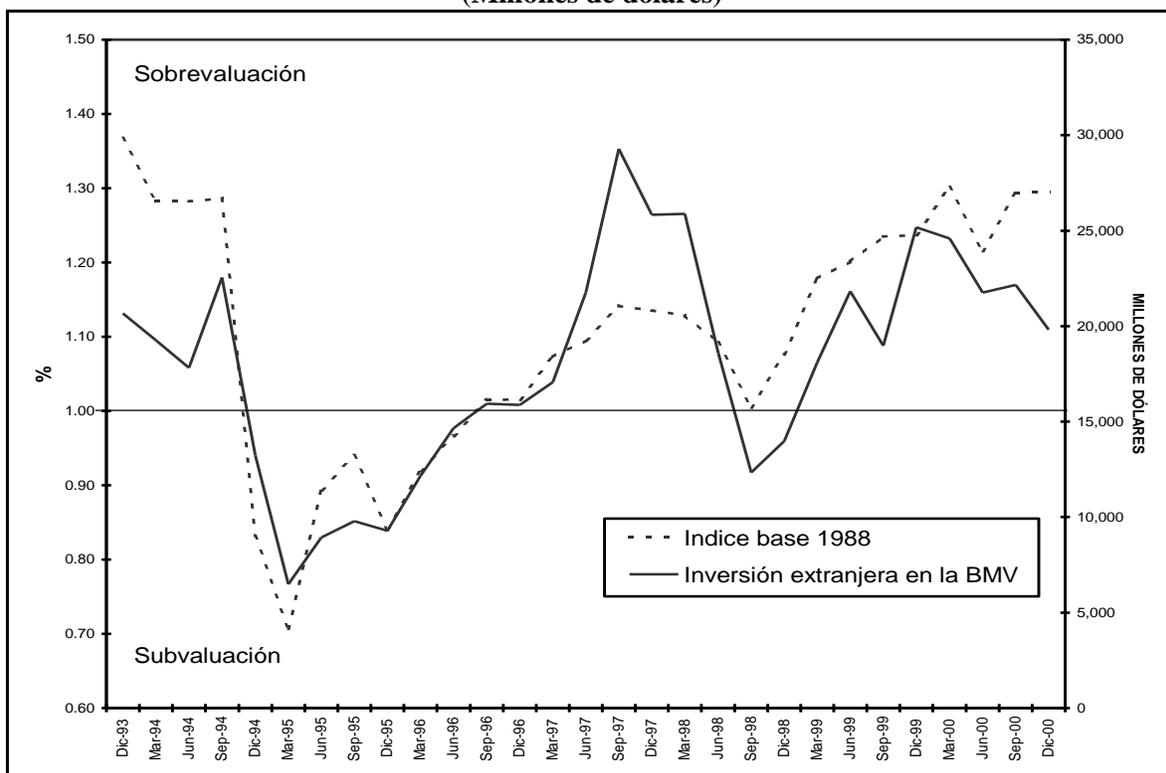
Una mayor comprensión de este fenómeno se observa a partir del *índice de sub o sobre valuación cambiaria*,¹¹⁷ mismo que tiene una correlación con la inversión extranjera en la bolsa mexicana de valores (BMV). En la gráfica 3.12, destaca como el índice muestra

¹¹⁷ El índice de sobre o subvaluación cambiaria está definido por la razón del tipo de cambio real ó teórico entre el tipo de cambio nominal

movimientos paralelos a la inversión extranjera en la bolsa. Después de la devaluación de 1994, existió una gran fuga de capitales, lo que provoco una *subvaluación* en el tipo de cambio. La subvaluación tiende a desaparecer al mismo tiempo que la inversión extranjera empieza a crecer; a partir del tercer trimestre de 1996, desaparece completamente y el tipo de cambio comienza a sobrevalorarse.

Además, la sobrevaluación cambiaria no sólo crea un proceso deflacionario, también, promociona las importaciones y genera un déficit comercial y de cuenta corriente. En el cuadro 3.9, se observa el crecimiento del déficit de cuenta corriente, entre 1995 y el 2000, que pasa de 1,576 a 18,111 millones de dólares.

GRÁFICA 3.12: INDICE DE SUB O SOBRE VALUACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO E INVERSIÓN EXTRANJERA EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES* (1993-2000). (Millones de dólares)



*Saldos, no incluyen ADR's. Fuente: elaboración propia con datos de Banxico y BMV.

El déficit comercial y de cuenta corriente quedó cubierto por la entrada de capitales. En el cuadro 3.9 se aprecia que la inversión extranjera fue positiva entre 1996 y el 2000,

con un registro de montos de 22,753 y 14,475 millones de dólares, respectivamente. Debe subrayarse que el desequilibrio en la balanza de pagos no fue tan grande como en el periodo 1988-1994, con lo que se redujo las necesidades en el volumen de capitales externos para saldar el déficit.

La composición de la inversión extranjera, en términos de flujos, estuvo compuesta mayoritariamente por inversión extranjera directa, perdiendo importancia la inversión extranjera de cartera (véase cuadro 3.9). Aunque, en términos de saldos, la inversión extranjera de cartera continuó comportándose como el mayor componente, aún con los incrementos en la inversión extranjera directa (véase cuadro 3.10).

CUADRO 3.9: BALANZA DE PAGOS DE MÉXICO 1994 – 2000, CUENTAS SELECTAS.
(Millones de dólares)

<i>Fecha</i>	<i>Cuenta Corriente</i>	<i>Cuenta de Capital</i>	<i>Pasivos Inversión extranjera</i>	<i>Inversión extranjera directa</i>	<i>Inversión extranjera de cartera*</i>
1994	-29,661.96	14,975.65	19,519.71	10,972.50	8,547.21
1995	-1,576.69	15,331.61	-188.38	9,526.30	-9,714.68
1996	-2,507.63	4,327.24	22,753.92	9,185.45	13,568.47
1997	-7,665.00	16,638.71	17,866.64	12,829.56	5,037.09
1998	-16,072.40	18,326.43	12,962.54	11,935.55	1,026.99
1999	-13,999.35	13,415.52	24,707.41	12,702.51	12,004.89
2000	-18,111.10	17,785.74	14,475.00	14,910.97	-435.97

*Flujos netos acumulados. Fuente: Informe anual de BMV y Banxico.

En cuanto a la inversión que se dirige al mercado de dinero, ha perdido importancia; esto indica cambios en la estrategia de atracción de inversión extranjera y la tendencia de las autoridades por la inversión extranjera directa (véase cuadro 3.10). Es importante mencionar que la inversión extranjera no ha tenido grandes modificaciones sobre la demanda agregada, ya que la mayoría sólo a implicó el traspaso de activos (i.e. la venta de bancos a instituciones extranjeras)

No obstante la mayor inversión extranjera directa, prevalece una alta dependencia de los flujos internacionales de capital de portafolio para cubrir el déficit de cuenta

corriente, estabilizar el tipo de cambio y mantener una inflación baja; lo anterior coloca en una posición de alta vulnerabilidad externa a la nación, ante la alta volatilidad de los flujos de capital.

Por otra parte, la política de crecimiento de límites al crédito interno neto se aplica como una política para contener la inflación y delimita el uso de los cortos. La existencia de estos límites al crédito implica una restricción monetaria continua¹¹⁸ que contiene la demanda y presiona a la tasa nominal de interés al alza, a favor de un tipo de cambio estable.¹¹⁹ (véase gráfica 3.13).

CUADRO 3.10: MÉXICO, INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE VALORES E INVERSIÓN DIRECTA. 1995 – 2000. (Millones de dólares)

<i>Fe</i> <i>cha</i>	<i>Mercado de</i> <i>dinero*</i>	<i>Mercado de</i> <i>capitales*</i>	<i>A</i> <i>DR's*</i>	<i>Mdo. de capitales</i> <i>sin ADR's*</i>	<i>Inversión</i> <i>extranjera directa</i>
Dic-89	-	808.00	402.00	406.00	2,499.70
Dic-90	-	4,079.45	2,086.83	1,992.62	3,722.40
Dic-91	3,329.15	18,542.51	13,733.46	4,809.05	3,565.00
Dic-92	14,206.87	28,668.01	21,153.95	7,514.06	3,599.60
Dic-93	21,849.73	54,632.04	33,959.55	20,672.49	4,900.70
Dic-94	17,167.10	34,395.15	21,162.85	13,232.30	10,566.20
Dic-95	3,338.51	24,515.58	15,223.50	9,292.08	8,202.40
Dic-96	3,394.38	30,978.66	15,108.14	15,870.52	7,677.10
Dic-97	3,320.74	48,967.98	23,135.13	25,832.85	11,830.00
Dic-98	2,476.15	32,613.00	18,625.09	13,987.91	7,666.80
Dic-99	2,188.01	66,679.27	41,505.01	25,174.26	12,129.20
Dic-00	1,786.13	51,912.25	32,091.13	19,821.12	13,042.30

* Stock de inversión extranjera. Fuente: Informe anual de BMV y Banxico.

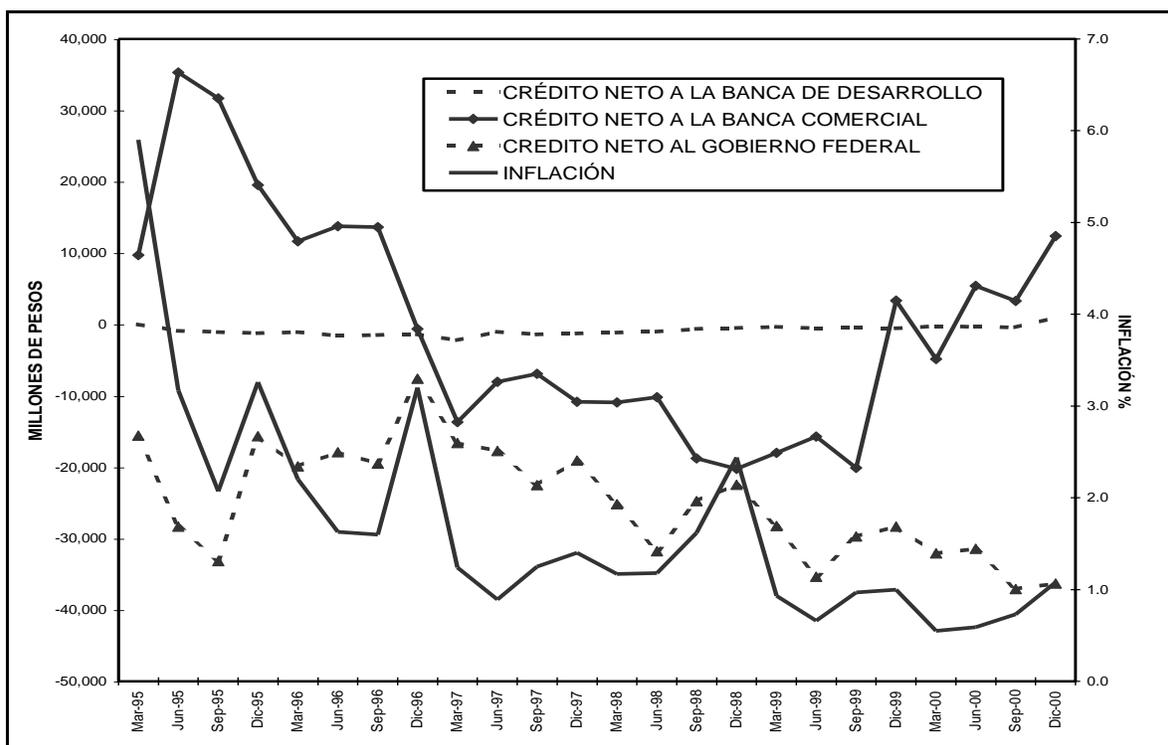
En caso de que estas restricciones no fuesen suficientes, las autoridades recurrirán al uso de un objetivo en los saldos acumulados de las cuentas corrientes de los bancos, para

¹¹⁸ El significado del crédito interno neto negativo, significa que Banxico mantiene una posición deudora con el mercado.

¹¹⁹ Huerta (1997: 35) al referirse a la política de límites al crecimiento del CIN señala, que "... el Banco Central trata de controlar la oferta monetaria a través de restringir la cantidad de recursos crediticios a la banca comercial. Para ello, ha impuesto mayores candado a los bancos para que estos restrinjan sus créditos y ha aumentado las tasas de interés... para disminuir la oferta monetaria, es preciso reducir la demanda por dinero y crédito, por lo que contraen la actividad económica, (pues) al contraer el ingreso, se restringe el stock monetario requerido para su financiamiento"

presionar a la tasa de interés en el sentido deseado; esta situación sucedió durante todo el periodo, tal y como se ha expuesto. La causa de esto radica en que las autoridades monetarias han trabajado en un ambiente de alta endogeneidad monetaria, debido a que los flujos internacionales de capital, junto con un sistema financiero desregulado y altamente internacionalizado, impiden a las autoridades influenciar sobre la liquidez del mercado por medios cuantitativos-directos. Por esta situación, recurren al uso de un mecanismo indirecto como lo es el corto.

GRÁFICA 3.13: MÉXICO, EVOLUCIÓN DEL CREDITO OTORGADO POR BANXICO 1995 –2000 (Millones de pesos a precios de 1993)

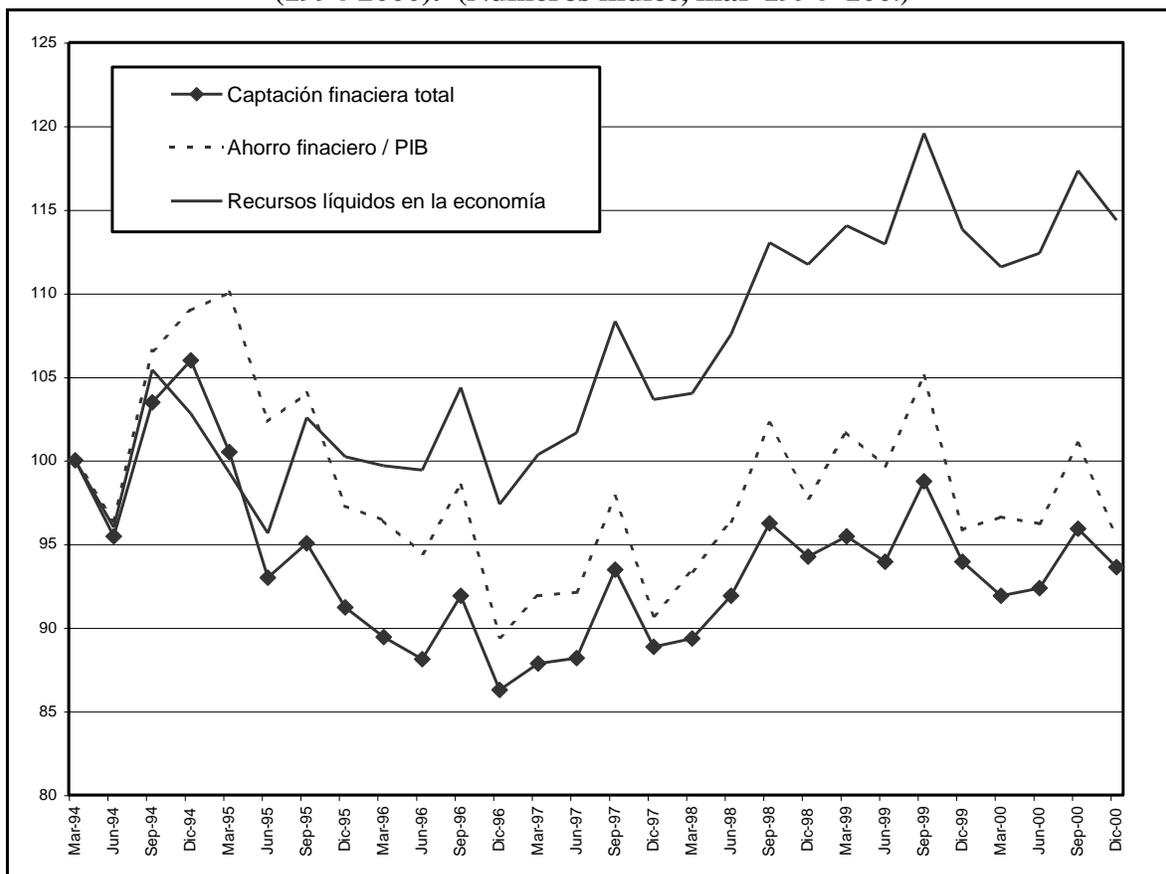


Fuente: elaboración con datos de Banxico

Es importante mencionar que la política monetaria, en el periodo, conservó tasas de interés reales con altos diferenciales con respecto a la internacional, mientras que permitió que la tasa de interés nominal disminuya manteniendo positivos estos diferenciales. Esto se logró por las políticas destinadas a incrementar los recursos líquidos en la economía

(M2/PIB), lo que permitió una disminución de la tasa de interés nominal (véase gráfica 3.14). Específicamente, la privatización de los fondos para el retiro, en 1996, aumentó la disponibilidad de recursos en el mercado de dinero, lo que logró disminuir la tasa nominal de interés. Esto se debió a que estos fondos se les obliga a invertir en bonos gubernamentales de corto plazo.

GRÁFICA 3.14: MÉXICO, INDICADORES DE PROFUNDIDAD FINANCIERA (1994-2000). (Números índice, mar-1994=100.)



Recursos líquidos en la economía: M2/PIB; Ahorro financiero: M4-M1; Captación financiera total: M4/PIB.
 Fuente: Elaborado con datos de Banxico, agregados monetarios nueva metodología.

En la gráfica 3.11 se aprecia el incremento de la participación de los fondos para el retiro, a partir de su privatización, en el mercado de dinero, puesto que los valores públicos en poder de las SIEFORES (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos de Ahorro para el Retiro) pasan a representar 0.5% de los recursos líquidos en la economía, durante

diciembre de 1997, a 6.8%, en diciembre del 2000. Además, podemos observar como los agentes privados aumentan su participación en la tenencia de valores públicos, al pasar de 16.4%, en 1997, a 30.8%, en el año 2000. En ambos casos, se denotó un incremento de recursos disponibles en el mercado de dinero que han permitido la disminución de la tasa de interés nominal.

Esto indica cómo el gobierno federal y Banxico se apoyan cada vez más en el mercado financiero interno, a diferencia del periodo anterior donde los recursos externos eran de vital importancia para el mercado de dinero y para el programa de estabilización neoliberal.

CUADRO 3.11: MÉXICO, ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS RECURSOS LÍQUIDOS EN LA ECONOMÍA (M2).

<i>Fecha</i>	<i>M1</i>	<i>Captación bancaria</i>	<i>Valores públicos en poder de Siefores</i>	<i>Valores públicos en poder de empresas y particulares</i>	<i>Fondos para el retiro fuera de Siefores</i>
Ene-94	32.2	47.7	0.0	16.4	3.8
Dic-94	29.5	53.0	0.0	12.3	5.2
Dic-95	22.8	58.8	0.0	12.0	6.4
Dic-96	24.6	53.7	0.0	13.7	8.0
Dic-97	24.9	46.1	0.5	19.3	9.3
Dic-98	23.2	45.6	3.4	19.7	8.1
Dic-99	24.1	38.3	5.3	23.7	8.5
Dic-00	23.9	29.2	6.8	30.8	9.3

Fuente: Elaborado con datos de Básico. Agregados Monetarios Nueva metodología

Por último, cabe mencionar que las autoridades monetarias durante el periodo y, ante la afluencia de los flujos de capital, realizaron una política de esterilización activa que permitió incrementos de las reservas internacionales. Estas últimas se incrementaron de 6,278.4 a 35,508.8 millones de dólares, de enero de 1995 a diciembre del 2000.

Las anteriores evidencias, desarrolladas en el apartado, demuestran como la política monetaria ha usado *el mecanismo del tipo de cambio* para reducir la inflación e, implica dos cosas. 1) A pesar de los cambios en el régimen cambiario, a raíz de la crisis de 1994, el mecanismo de transmisión sigue siendo el tipo de cambio; aunque vario su forma de

consecución. 2) No se esta ante un régimen de tipo de cambio libre, como aseguran las autoridades, sino consiste en una especie de régimen de *flotación sucia*, bajo el cual Banxico afecta al tipo de cambio nominal de acuerdo a sus objetivos, vía tasa de interés.

3. CONCLUSIONES

Ante la crisis de la deuda externa acaecida en 1982, el gobierno mexicano decide adoptar un plan de cambio estructural influenciado por la doctrina económica neoliberal. Así, se procede a una apertura comercial, al saneamiento de las finanzas públicas por medio de la reducción del gasto público, a una política monetaria restrictiva junto con una política cambiaria activa para ajustar la balanza de pagos. Sin embargo, esta estrategia genera incrementos fuertes de la inflación y de las obligaciones públicas que impidieron la reducción del déficit público.

En diciembre de 1987, el gobierno decide modificar el plan de ajuste, impuesto en 1982 al adoptar un plan de estabilización que aceleraba la apertura comercial y el ajuste fiscal por medio de privatizaciones; además, incluye dos elementos novedosos: la desregulación del sistema financiero nacional y una política monetaria-cambiaria destinada al control de la inflación vía estabilización del tipo de cambio nominal. Esta ultima política sobrevaluó el peso y se apoyó en la atracción de flujos de capital al mercado de dinero para saldar la cuenta corriente. La estrategia de crecimiento adoptada, generó una crisis en diciembre de 1994 que fue motivada por los desequilibrios externos (déficit de cuenta corriente, sobrevaluación cambiaria y deuda externa de corto plazo, denominada en dólares) e internos (sistema bancario frágil) inherentes a este modelo de desarrollo.

La crisis de 1994, obligó a las autoridades a ajustar la política monetaria a nivel operativo, lo que significó una modificación de los mecanismos de transmisión. En

consecuencia, se altera el régimen cambiario y la forma en que Banxico interviene en el mismo (subastas y opciones); a su vez, se adoptó el esquema de saldos acumulados, que se aplica como un instrumento de la política monetaria.

Estos cambios resultan polémicos, ya que no existe consenso sobre los mecanismos de transmisión. Existen dos interpretaciones respecto a estos mecanismos y, por tanto, del cómo se ha ejecutado la política monetaria. La interpretación convencional menciona que los mecanismos de transmisión se alteraron completamente al abandonarse las metas cambiarias, como variables intermedias; en cambio se adoptan objetivos de cuantitativos como los saldos acumulados y los límites de crecimiento del crédito interno neto. Mientras que la interpretación postkeynesiana menciona que, aunque existieron cambios en la “fisonomía” de los mecanismos de transmisión, el tipo de cambio mantuvo su lugar estratégico. Esto se debe a que las autoridades monetarias buscaron la estabilidad cambiaria como herramienta anti-inflacionaria, a pesar de abandonarse las metas cambiarias.

Al observar el comportamiento de la política monetaria desde ambas posturas, existen argumentos que favorecen a la perspectiva postkeynesiana. Primero, se debe recordar que la economía mexicana trabaja en un ambiente internacional desregulado y con alta movilidad de flujos de capital que vuelven al dinero altamente endógeno al sistema; por esta razón los objetivos inflacionarios establecidos por Banxico no pueden conseguirse por medios cuantitativos y, como resultado se recurrió al uso de un mecanismo indirecto para afectar la liquidez del mercado, esto es, hacer uso del *corto*. Segundo, la existencia de altos diferenciales entre la tasa interna y externa de interés revela la atracción de flujos de capital a la nación como elemento estabilizador del tipo de cambio y éste, a su vez de la inflación. Tercero, la sobrevaluación del tipo de cambio también evidencia el uso de la estrategia anteriormente descrita. Finalmente, las autoridades monetarias aceptan el hecho de que los

objetivos inflacionarios no se alcanzaron debido a las variaciones del tipo de cambio, evidenciando también la aplicación del mecanismo del tipo de cambio.

Se debe aceptar que la política monetaria planteada por Banxico, durante el periodo, a sido exitosa en *términos de sus objetivos*, ya que logró reducir la inflación y mantuvo el tipo de cambio estable. Además, se implementaron cambios que permitieron una menor dependencia de los flujos de capital, al apoyarse cada vez más en el mercado interno gracias a los fondos para el retiro y en la inversión extranjera directa; aunque esta última sólo a implicado el traspaso de activos. Sin embargo, no se eliminó la dependencia de los flujos internacionales de capital, dejando con ello, a la economía mexicana con un alto grado de vulnerabilidad externa.

Por último, el análisis de la política monetaria sobre el sistema financiero, en el siguiente capítulo, considera la perspectiva postkeynesiana, pues el funcionamiento de los intermediarios financieros es mejor captado gracias a los supuestos de no-neutralidad del dinero, de incertidumbre y de endogeneidad monetaria, donde se resalta el papel del sistema financiero en la creación de financiamiento y su papel activo en la transmisión de la política monetaria.¹²⁰ Estos conceptos favorecen una mayor comprensión del comportamiento de los agentes financieros, pues no se les limita como simples intermediarios de recursos y, por tanto, como conductores pasivos de los impulsos de política monetaria.

¹²⁰ Para más detalles de estos conceptos revisar capítulo 1 sección 2.2 y capítulo 2.

CAPÍTULO 4. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO (1995- 2000)

Los efectos de la política monetaria sobre la economía mexicana, realizada por Banco de México en el periodo 1995 – 2000, son variados. Entre los más importantes se encuentran los generados sobre el sistema financiero, que determinaron la dinámica económica general.

En el presente capítulo, a fin de simplificar la exposición, se estudian únicamente los efectos de la política monetaria sobre el sistema bancario comercial y bursátil, debido al uso del canal del tipo de cambio. Desde la perspectiva de la presente tesis, prevalecen habrían tres hipótesis referentes a este tópico: a) Se debilitó severamente al sistema bancario, lo que contribuyó a la crisis bancaria, es decir, la política monetaria, junto a las reformas estructurales, generó una profunda inestabilidad del sistema financiero. b) No coadyuvó a aliviar la problemática ya que no se generaron condiciones económicas que garantizaran el repago de los créditos (fondeo de la inversión); a su vez, se desincentivó la emisión crediticia. c) La política monetaria alentó la entrada de capital especulativo al mercado de valores, creando especulación en este último e impidiendo la creación de financiamiento de largo plazo.

Con el propósito de demostrar lo anterior, el capítulo se divide en dos apartados, uno corresponde a los efectos de la política monetaria sobre el sistema bancario y otro que expone los efectos sobre el mercado bursátil.

1. BANCOS COMERCIALES

La política monetaria, acompañada de la falta de una adecuada supervisión, afectó al sistema bancario de diversas formas. Primero desató una crisis de carteras vencidas que obligó a las autoridades a intervenir en varias instituciones y a recurrir a su papel de prestamista de última instancia, con el fin de evitar una crisis financiera de mayor envergadura. A su vez, la situación económica, en conjunción (crisis económica) con las políticas económicas (altas tasas de interés), provocó que los bancos experimentaran una reducción sus ganancias tradicionales, es decir, el préstamo tradicional a agentes privados dejó de ser su principal fuente de ingresos. En este sentido, los bancos recurrieron a otras estrategias para obtener ganancias, a través de la política monetaria y del rescate bancario. Con el propósito de respaldar estas afirmaciones, se plantea la exposición en tres subapartados, donde cada uno de estos temas se revisa detalladamente.

1.1 Carteras vencidas y sus efectos

La crisis de 1994 creó una crisis bancaria del tipo de carteras vencidas. Esto se debe a que, durante el periodo 1988-1994, los bancos expandieron su crédito basados en las expectativas de crecimiento económico; muchos de los créditos extendidos no se pagaron porque la crisis impidió el cumplimiento de las expectativas previamente establecidas, es decir, no se generaron los ingresos necesarios para saldar las deudas.

Ante la devaluación del peso en diciembre de 1994, las autoridades monetarias procedieron a incrementos de la tasa de interés líder (CETES a 28 días) como medida para evitar la fuga de capitales, estabilizar el precio del dólar y controlar la inflación. Esta medida generó incrementos drásticos de la tasa de interés bancaria activa.

En el cuadro 4.1, se observa el incremento de la tasa de interés bancaria activa en 38.21 puntos, de diciembre de 1994 a diciembre de 1995. Esto significa un incremento de 187 %,

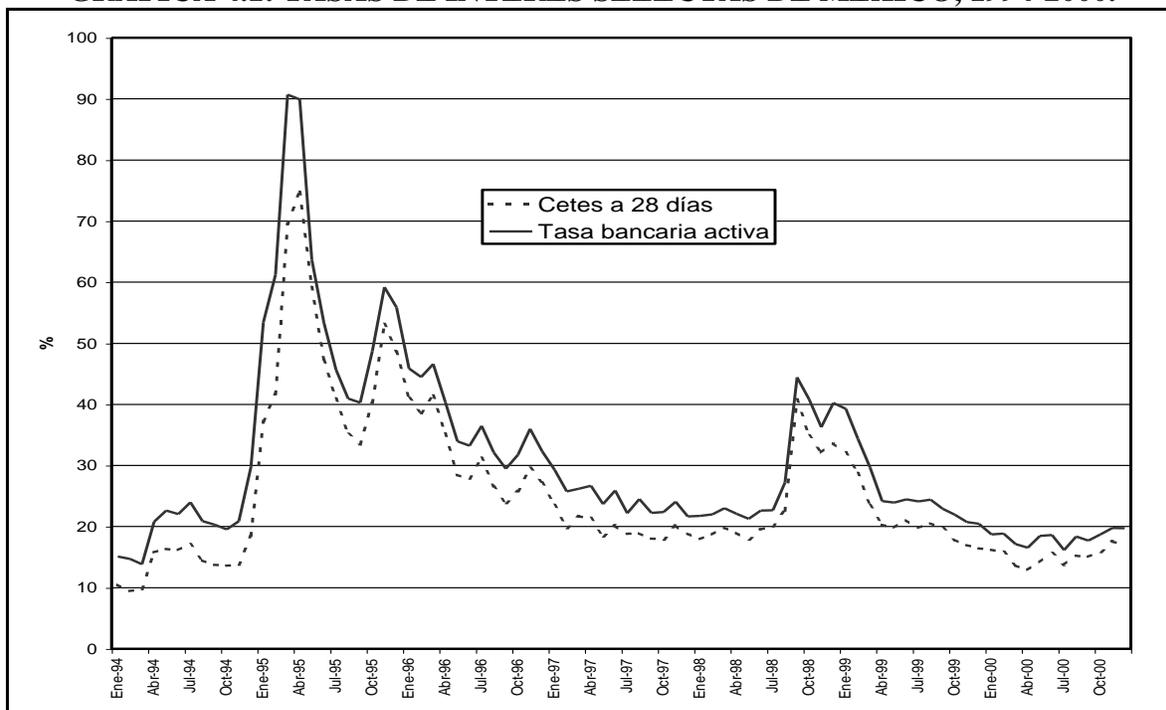
aunque, posteriormente, ésta disminuye y no recupera los niveles de 1994. Además, en la gráfica 4.1, es posible apreciar que el comportamiento de la tasa bancaria activa tiene movimientos paralelos a la tasa de interés de los CETES, ya que la primera (según la teoría postkeynesiana) se establecerá en base a la tasa líder más un margen de ganancias que se encuentra en función de las percepciones de riesgo de los banqueros.

**CUADRO 4.1: MÉXICO, TASAS DE INTERES SELECTAS, 1994-2000.
(Datos al cierre de cada periodo)**

<i>AÑO</i>	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>CETES a 28 días</i>	14.99	14.10	48.44	31.39	19.80	24.76	21.41	15.24
<i>Tasa bancaria activa</i>	22.04	20.38	58.59	36.89	24.55	28.7	25.87	18.23

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

GRÁFICA 4.1: TASAS DE INTERES SELECTAS DE MÉXICO, 1994-2000.



Fuente: Elaborado con datos de Banco de México

La elevación de las tasas de interés provocó que los deudores viesen incrementados sus costos financieros por encima de sus ingresos, lo que imposibilitó el pago de los compromisos contraídos con las instituciones bancarias. Así, muchos de los créditos

otorgados por la banca se convirtieron en cartera vencida, con problemas consecuentes de liquidez en estas instituciones. A partir del cuadro 4.2, se observa el incremento de la cartera vencida de la banca comercial mexicana, misma que se elevó en 142 % anual, de 1994 a 1995; esta tendencia prosigue durante los siguiente 3 años, a tasas de 22%, 32% y 31%, respectivamente.

**CUADRO 4.2: MÉXICO, CARTERA VENCIDA DE LA BANCA COMERIAL,
1994-2000. (Millones de pesos de 1993)**

<i>Año</i>	<i>Cartera Vencida 1993=100</i>	<i>Tasa De Crecimiento Anual</i>
1994	49,707.52	0
1995	120,645.72	142.71
1996	147,673.89	22.40
1997	195,291.27	32.24
1998	256,017.49	31.10
1999	248,534.77	-2.92
2000	182,522.93	-26.56

Fuente: Banco de México

La gravedad de la crisis (en 1995 y 1996) provocó que las autoridades crearan programas de apoyo para capitalizar a los bancos (véase cuadro 4.3 para un resumen de las medidas adoptadas). Sin embargo, estas medidas fueron insuficientes y las autoridades decidieron intervenir en diversas instituciones, al mismo tiempo que desempeñaron su papel de prestamista de última instancia para la compra de cartera vencida, por medio del programa Fobaproa (1995), posteriormente IPAB (1999).

Esta medida de rescate resultó excesivamente costosa;¹²¹ a causa de que los costos se incrementan con el paso del tiempo. El gobierno se percató de que tanto ellos como los bancos serian incapaces de capitalizar a las instituciones de crédito, es decir, la capitalización no pudo realizarse con recursos nacionales. Entonces, las autoridades deciden adelantar las fusiones entre instituciones y abrir el sistema bancario a la inversión

¹²¹ Para finales de 1998, el costo bruto estimado del Fobaproa era de 651 mil millones de pesos, equivalente a 14.4 % del PIB de 1998 y con una estimación a pagarse entre 20y 30 años. Provencio (1999). Para costos estimados en 1996 véase *anexo A.7*.

extranjera, con el fin de sanear los bancos. En el cuadro 4.4 se aprecia un resumen de las adquisiciones, fusiones e intervenciones de las instituciones bancarias.

Con el paso del tiempo, el resultado de este proceso es el traspaso de propiedad de la banca nacional a manos de propietarios extranjeros. A futuro, este fenómeno puede provocar serios problemas para las autoridades monetarias, ya que se deja al sistema de pagos, la creación de dinero y crédito en manos de bancos extranjeros, desligados de los intereses nacionales y con mayor preocupación por las ordenes de sus casas matrices. Todo se traduce en una pérdida de soberanía del sistema bancario.

CUADRO 4.3: PROGRAMAS DE APOYO A LA BANCA COMERIAL.

<i>Fecha</i>	<i>Programa</i>	<i>Objetivo</i>
Ene-95	Ventanilla de liquidez en dólares	Liquidez a los bancos
Mar-95	Nuevos requerimientos de reservas para créditos	Regulación para fortalecer la solvencia
Mar-95	Programa de capitalización temporal (Procapte)	Solvencia para los Bancos
Mar-95	Reformas a la legislación financiera	Regulación para incentivar la capitalización
Abr-95	Programas de reestructuración en UDI's	Apoyo a deudores
May-95	Mecanismo de capitalización con compra de cartera	Incentivar la capitalización de los bancos
Ago-95	Acuerdo de apoyo a deudores de la banca (ADE)	Apoyo a deudores
May-96	Programa de beneficios adicionales para deudores de créditos de vivienda	Apoyo a deudores
Jun-96	Valuación y venta de activos	Recuperación de activos en poder del Fobaproa
Jul-96	Acuerdo de apoyo financiero al sector agropecuario y pesquero (Finape)	Apoyo a deudores
Ago-96	Acuerdo de apoyo financiero y fomento a la micro, pequeña y mediana empresa (Fopyme)	Apoyo a deudores
Sep-96	Facilidad para los bienes adjudicados	Promover la venta ordenada de activos
Jul-97	Facilidades en el programa de beneficios adicionales para deudores de créditos de vivienda	Apoyo a deudores
Ene-99	Prog. de beneficios a deudores de cred. empresariales, y de vivienda para el sec. agropecuario y pesquero.	Apoyo a deudores

Fuente: Provencio (1999)

Cabe resaltar que en el proceso de extranjerización de la banca nacional, el gobierno mantuvo en su poder la cartera vencida a través del programa FOBAPROA (posteriormente

IPAB) y, ésta no se traspasa a los nuevos dueños de las instituciones crediticias. Lo anterior significó una transferencia de los costos del rescate a los contribuyentes, y una reducción de recursos para otros rubros de importancia para el desarrollo nacional (Correa, 2002).

Debe señalarse que la política monetaria no fue la causa principal de la crisis bancaria, sino el detonante de la misma (véase capítulo 3); a pesar de que ésta logró la reducción de las tasas nominales de interés durante el periodo, no significó un incremento de los créditos bancarios; como señala Huerta (1994) dicha política no creó condiciones de crecimiento económico que garantizaran el repago de los créditos, es decir, la tasa de interés nominal se mantuvo por arriba de la tasa de ganancia esperada. Este tópico se detalla a continuación.

CUADRO 4.4: FECHAS DE INTERVENCIÓN, ADQUISICIÓN Y FUSIÓN DE INSTITUCIONES CRÉDITICIAS EN MÉXICO, 1994-2000.

<i>Banco</i>	<i>Fecha de Intervención</i>	<i>Adquisición/ Fusión</i>
Bencen		1997/ Banorte
Banpaís	1995	1997/ Banorte
Atlántico		1997/ Bital
Mercantil		1995/ BBV
Cremi	1994	1995/ BBV
Oriente	1995	1996/ BBV
Promex		1998/ Bancomer
BCH	1994	1996/ Bancomer
Somex		1997/ Santander
Serfín		2000/ Santander
Confía	1997	2000/ Citibank
Bancrecer	1999	
Banoro		1996/ Bancrecer
Interestatal	1995	
Pronorte	1997	
Capital	1996	
B. Del Sureste	1996	
Anáhuac	1996	
Industrial	1998	

Fuente: *El universal*, jueves 29 de marzo de 2001

1.2 Reducción del financiamiento bancario y fuentes alternativas de financiamiento

La política monetaria posterior a la crisis, a pesar de haber disminuido los altos niveles alcanzados por la tasa de interés nominal activa y los altos márgenes de intermediación

financiera (véase gráfica 4.1, y cuadro 4.5) no logró elevar las expectativas de ganancia de los agentes privados. Esto se tradujo en una reducción del financiamiento otorgado por los bancos comerciales. En la gráfica 4.2 se aprecia la reducción del financiamiento otorgado por la banca con la caída de la cartera vigente,¹²² la cual pasa de 1994 de 479,986.54 millones de pesos a precios de 1993 a diciembre de 2000 a 106,504.13, significando tasas de crecimiento reales anuales negativas de 31.36 %.

La caída del crédito bancario se debe a dos razones: primero, los agentes privados percibieron que a los niveles prevalecientes de la tasa de interés activas no les sería posible pagarlos con sus ingresos esperados; por lo tanto, redujeron su demanda por financiamiento. Segundo, los bancos comerciales incrementaron el racionamiento crediticio ante las malas perspectivas de repago de los créditos. Asimismo, surge un engarzamiento empresarial con bancos foráneos que permitió el acceso al crédito externo.

CUADRO 4.5: TASA ACTIVA, TASA PASIVA BANCARIA Y MARGEN DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERO 1994-2000.

<i>Año</i>	<i>(A) Tasa Bancaria Activa</i>	<i>(B) Tasa Bancaria Pasiva</i>	<i>Margen de intermediación (A-B)</i>
1994	20.38	5.38	15.00
1995	58.59	6.67	51.92
1996	36.89	6.58	30.31
1997	24.55	7.57	16.98
1998	28.70	6.38	22.32
1999	25.87	5.85	20.02
2000	18.23	4.86	13.37

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

Para apoyar las dos afirmaciones anteriores, conviene acudir a los datos de la encuesta de Banxico para ubicar las razones por las cuales no se utilizó el financiamiento bancario. Debe notarse que esta encuesta comienza en 1998, por lo que no es posible tener

¹²² No se usó la cartera total de la banca comercial debido a que ésta se compone de cartera vigente más cartera vencida; como el objetivo de esta tesis es medir los créditos otorgados, la inclusión de la cartera vencida implicaría una sobre estimación de la cartera bancaria ante el crecimiento que ésta tuvo durante el periodo.

datos anteriores a esa fecha; por lo tanto, sólo sirve como una referencia parcial de los fenómenos a describir.

En el cuadro 4.6 se agrupan en dos diferentes rubros, las razones por las cuales las empresas no utilizaron financiamiento bancario: porque no lo demandaron o no les fue otorgado debido al racionamiento crediticio de los bancos. Se aprecia que el primer argumento responde a la mayor parte del grupo, y representa 61% en promedio del total, durante el periodo del primer trimestre de 1998 al último del año 2000. Motivos como la incertidumbre económica (15% en promedio), altas tasa de interés (40% en promedio), problemas de demanda de sus productos (4% en promedio) y problemas para competir en el mercado (4% en promedio) evidencian la situación anterior. También se observa que existe un grupo de demandantes de crédito que quedaron insatisfechos (38% en promedio durante el periodo) puesto que los bancos se negaron a otorgarles financiamiento, con un evidente un racionamiento crediticio.

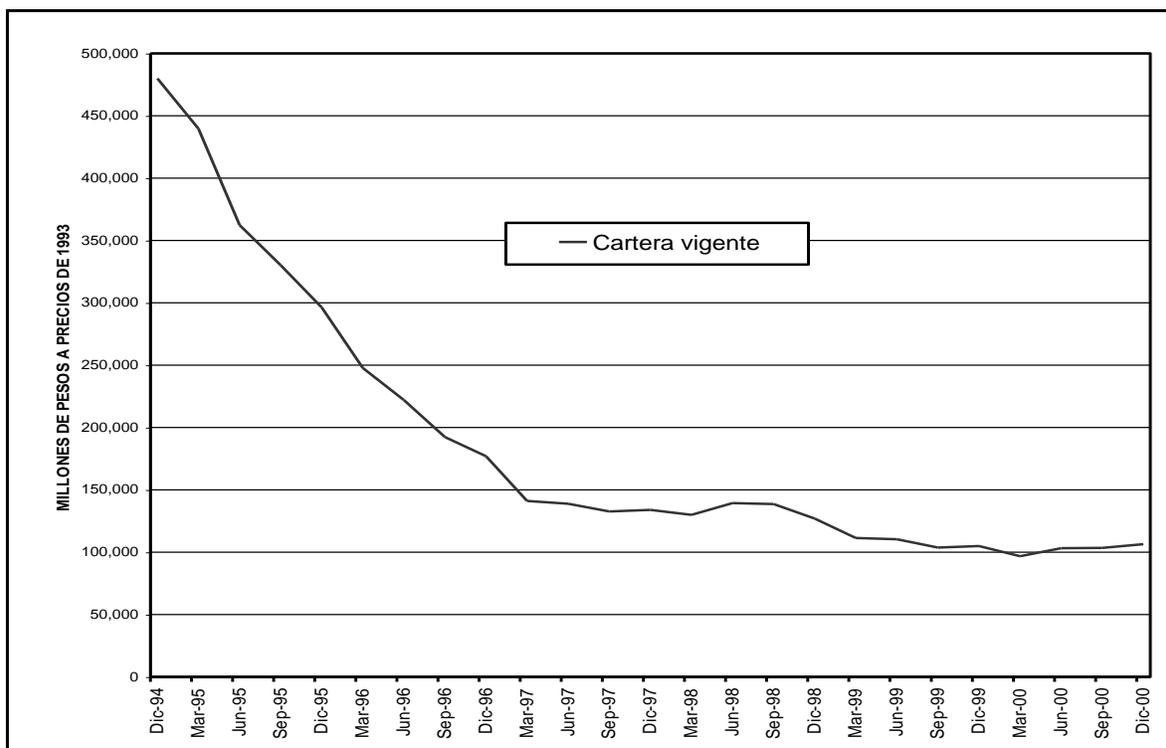
**CUADRO 4.6: MOTIVOS POR LOS CUALES LAS EMPRESAS NO USARON
CRÉDITO BANCARIO 1998-2000. (Porcentaje)**

Fecha	I 1998	II 1998	III 1998	IV 1998	I 1999	II 1999	III 1999	IV 1999	I 2000	II 2000	III 2000	IV 2000
RACIONAMIENTO CREDITICIO	32.7	36.6	34.3	37.4	38.2	42.4	44.5	39.1	39.9	38.7	42.2	38.8
Negativa de la banca / Rechazo de solicitudes	19.3	20.3	21.9	22	23	23.6	25.6	24.6	25	23.4	25.9	25.5
Probl. de reestructuración financiera	7.9	9.5	6.4	8.8	9.4	11.7	11.3	9	9	8.8	10.1	8.6
Cartera vencida	5.5	6.8	6	6.6	5.8	7.1	7.6	5.5	5.9	6.5	6.2	4.7
NO DEMANDA DE CRÉDITOS	67.3	63.4	65.7	62.6	61.8	57.6	55.5	60.9	60.1	61.3	57.8	61.2
Altas tasas de interés	27	31.4	33.6	31.6	34.6	33	31.9	37.2	33.3	34.8	35.5	36.8
Incertidumbre sobre la eco.	12.1	17.7	20.9	19.7	14.7	11.9	13.4	13.5	15.3	17.1	13.5	15.7
Probl. de demanda	14.7	4.9	4	3.7	3.7	4.3	3.5	4.2	3.8	3.2	3.5	3.1
Probl. para competir	5.2	4.9	4.4	5	4.5	3.2	3.5	4.2	4.8	4.7	3.9	4.7
Otros	8.3	4.5	2.8	2.6	4.3	5.2	3.2	1.8	2.9	1.5	1.4	0.9

Fuente: Banco de México

La consecuencia de esta situación para las empresas es un financiamiento altamente costoso y racionado, que las obligó a la búsqueda de financiamiento alternativo desligado del sector bancario. Muestra de ello es un incremento de la importancia del financiamiento de las empresas por medio de los proveedores u otras compañías; además, llama la atención el autofinanciamiento y el endeudamiento externo de las grandes empresas que pueden acceder a estos mercados, donde el costo del financiamiento es barato en relación al interno.

GRÁFICA 4.2: CARTERA VIGENTE DE LA BANCA COMERCIAL MEXICANA, 1994-2000. (Millones de pesos a precios de 1993)

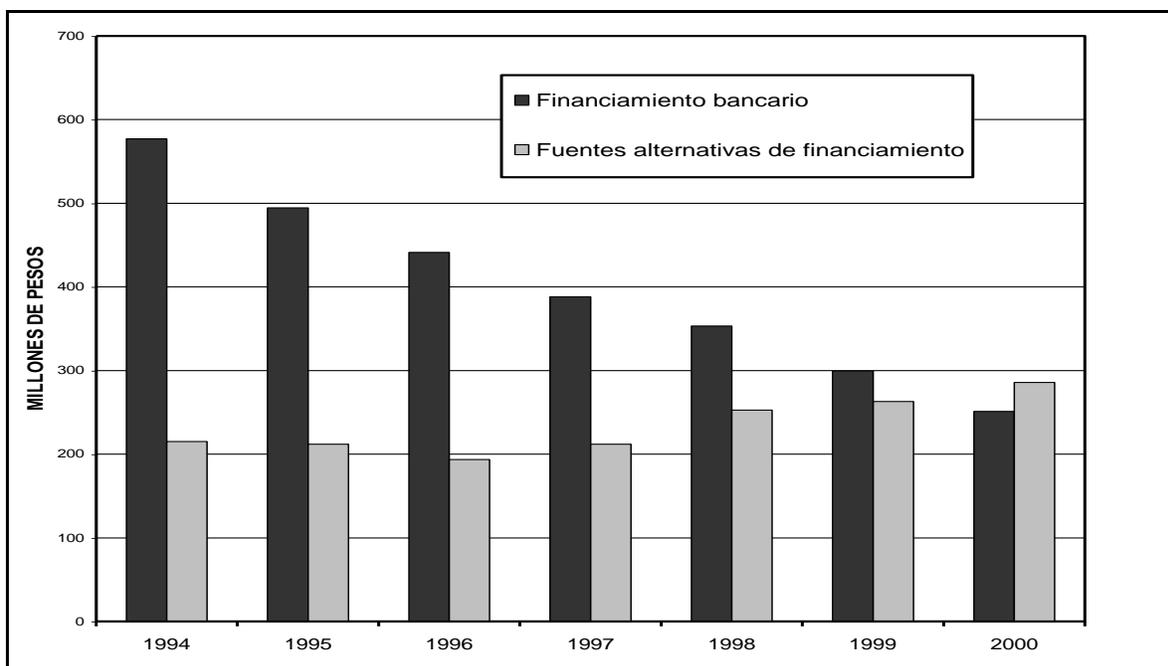


Fuente: Elaborado con datos de Banco de México

En la gráfica 4.3 se observa como el financiamiento bancario al sector privado nacional disminuye desde 1994 hasta el año 2000, pasando de 577 a 250 millones de pesos, a precios de 1993; mientras, el financiamiento no bancario crece en importancia hasta superar al bancario en el año 2000, representando 286 millones de pesos, a precios de 1993.

Del financiamiento no bancario, la mayor parte se compone de financiamiento proveniente del exterior, que representa más de 50% durante el periodo (véase cuadro 4.7). Asimismo, en el cuadro 4.8, se observan las fuentes de financiamiento de las empresas donde destaca el papel de los proveedores, que aumentan en 16 puntos porcentuales su participación, al pasar del primer trimestre de 1998 de 37% a 53%, en el último trimestre del 2000. Este financiamiento crece hasta alcanzar la mitad de las fuentes financieras, muy por encima del financiamiento bancario que reduce su participación en 6%, del primer trimestre de 1998 al último del año 2000, pasando de 28% a 22%. Por igual, se aprecia una reducción del financiamiento otorgado por los bancos extranjeros, los cuales disminuyen 10 puntos porcentuales al pasar de 14% a 4%, en el mismo lapso de tiempo.

GRÁFICA 4.3: FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO DEL PAÍS, BANCARIO Y FUENTES ALTERNATIVAS. (Millones de pesos a precios de 1993)



Fuente: Elaborado con datos de Banco de México

El resultado final es un cambio en la composición de la cartera bancaria, donde los bancos se encuentran con pérdida de clientes y baja obtención de ganancias por medio del

otorgamiento tradicional de créditos. Esto obligó a los bancos a buscar ingresos por otros medios. En el siguiente apartado se detallara lo anterior.

**CUADRO 4.7: FINANCIAMIENTO NO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO.
1994-2000. (Millones de pesos a precios de 1993)**

<i>Año</i>	<i>Total</i>	<i>Financiamiento proveniente del extranjero</i>	<i>Otros</i>	<i>Porcentaje del financiamiento exterior con respecto al total</i>
1994	214.99	128.73	86.26	60%
1995	211.82	136.24	75.58	64%
1996	193.78	118.88	74.90	61%
1997	212.00	123.75	88.25	58%
1998	252.84	152.62	100.22	60%
1999	262.90	151.18	111.72	58%
2000	285.81	162.52	123.29	57%

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México

**CUADRO 4.8: FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS 1998-2000.
(Porcentaje)**

<i>Fecha</i>	<i>Proveedores</i>	<i>Bancos comerciales</i>	<i>Bancos extranjeros</i>	<i>Otras empresas del grupo corporativo</i>	<i>Bancos de desarrollo</i>	<i>Ofna. matriz</i>	<i>otros pasivos</i>
I 1998	37.80	28.00	14.40	12.70	2.60	2.20	2.30
II 1998	35.70	30.60	8.20	12.90	5.90	2.30	4.40
III 1998	40.90	24.90	9.10	16.20	4.70	3.20	1.00
IV 1998	47.30	24.60	6.80	12.10	3.80	3.60	1.80
I 1999	49.70	21.00	6.70	14.10	4.00	2.60	1.90
II 1999	47.40	26.70	7.30	12.10	2.50	2.60	1.40
III 1999	45.70	27.50	7.70	12.70	2.30	2.70	1.40
IV 1999	46.80	24.80	7.70	12.40	2.80	3.90	1.60
I 2000	48.00	24.30	7.80	13.00	1.70	3.80	1.40
II 2000	49.70	23.70	6.30	12.70	2.80	3.10	1.70
III 2000	50.30	22.70	6.30	13.80	2.60	3.00	1.30
IV 2000	53.80	22.40	4.90	12.70	1.90	2.70	1.60

Fuente: Banco de México

1.3 Ganancia bancaria ante la situación económica

El clima económico en el que se vieron envueltos los bancos comerciales durante el periodo, llevó a estos a buscar ganancias a través de formas alternativas que pueden resumirse bajo tres tipos, los cuales se revisan a continuación.

En primer lugar, los bancos, ante el diferencial de la tasa de interés interna y externa pueden fondearse con costos más bajos en el exterior y, prestan a tasas mayores en el

interior, a todos aquellos que todavía califican como prestatarios.¹²³ Esta forma de obtención de ganancias implica un doble riesgo: el riesgo cambiario por fondearse en el exterior y el crediticio. Para evitar que los bancos comerciales caigan en problemas de solvencias debido al riesgo cambiario, las autoridades les han impuesto ciertos niveles de endeudamiento en divisas; asimismo, han incrementado las obligaciones de los bancos en cuanto a la calificación crediticia (normas prudenciales).

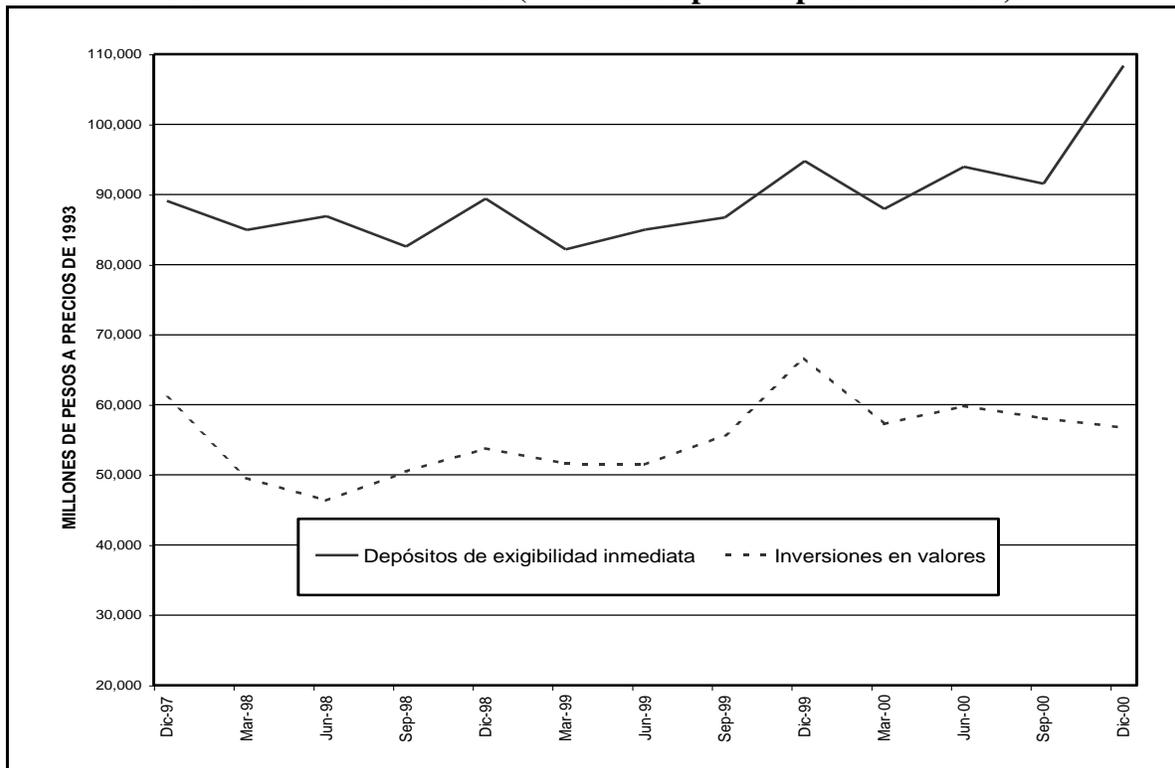
Debido a lo riesgoso de esta forma de obtención de ganancias y a la supervisión bancaria, los bancos aprovecharon su poder de mercado para obtener ganancias libres de riesgo en el mercado interno. Esto se logró manteniendo las tasas de interés de depósitos y pasivas, a niveles sumamente bajos en comparación a la tasa libre de riesgo (CETES a 28 días). Lo anterior obedece a que los bancos, junto con las casas de bolsa que suelen pertenecerles, son los únicos que tienen acceso al mercado primario de la venta de bonos gubernamentales. De esta manera, dichas instituciones aprovechan su papel de oligopsonistas para ser los únicos en obtener altas tasas de interés y, mientras tanto, utilizan su poder oligopolítico para imponer una baja tasa de interés pasiva y de depósitos, aunado a un incremento de la profundización financiera que vuelve los depósitos inelásticos a la tasa de interés. Los bancos, pues, usaron los fondos de la captación tradicional o del fondeo externo y los invierten en títulos gubernamentales, con lo que obtienen altas ganancias libres de riesgo. Muestra de ello se aprecia en la gráfica 4.4, donde la inversión en valores se mueve paralelamente a los depósitos de la banca comercial. Este tipo de inversión

¹²³ Debe resaltarse que esta forma de ganancia es posible y probable en la medida en que los bancos otorguen crédito a sus clientes, situación que, como observamos anteriormente no se dio durante el periodo de estudio.

representó, en promedio, 61% de los depósitos de exigibilidad inmediata, y 20% de los depósitos totales¹²⁴ de la banca comercial durante el periodo (véase cuadro 4. 9).

¹²⁴ Depósitos a plazo más depósitos de exigibilidad inmediata.

GRÁFICA 4.4: INVERSIÓN EN VALORES Y DEPÓSITOS DE LA BANCA COMERCIAL 1998-2000 (Millones de pesos a precios de 1993).



Fuente: Elaborado con datos de la CNBV

Es importante aclarar que este tipo de ganancias se obtienen gracias a que el público no tiene acceso al mercado primario de los bonos (subasta de CETES a 28 días). Por lo tanto, si el público estuviese en capacidad de invertir en CETES, en lugar de tener su dinero a la tasa bancaria pasiva ó de depósitos, lo invertirían en estos títulos gubernamentales, generando una tendencia a la homologación de ambas tasas. La razón de esto es que la demanda por CETES aumentaría y, los depósitos bancarios disminuirían, ante lo cual, los bancos se verían obligados a aumentar las tasa pasivas y de depósitos para evitar pérdida de recursos. Por su parte, el mercado de bonos gubernamentales se volvería competitivo.

En el cuadro 4.10 se aprecia los altos diferenciales que existen entre la tasa bancaria pasiva y la tasa de CETES a 28 días, lo que brindó ganancias libres de riesgo crediticio a los bancos comerciales. Igualmente, en el cuadro 4.11 se muestra que el ingreso por

inversión en valores gubernamentales y reportos¹²⁵ significó 33% a 40% de la ganancia bancaria, y se mantiene entre ese rango a través del tiempo.

**CUADRO 4.9: INVERSIÓN EN VALORES Y DEPÓSITOS DE LA BANCA
COMERCIAL 1998-2000 (Millones de pesos a precios de 1993).**

PERIODO	A) Depósitos de exigibilidad inmediata	B) Depósitos a Plazo	C) Depósitos totales (A+B)	C) Inversión en Valores	D/A %	D/C %
Dic-97	89,057.7	188,779.6	277,837.3	60,998.1	68.5	22.0
Mar-98	84,931.3	176,244.6	261,175.9	49,549.3	58.3	19.0
Jun-98	86,911.6	182,990.3	269,901.9	46,336.8	53.3	17.2
Sep-98	82,554.5	200,843.8	283,398.3	50,459.1	61.1	17.8
Dic-98	89,382.3	201,728.5	291,110.8	53,779.3	60.2	18.5
Mar-99	82,189.9	202,298.0	284,487.9	51,622.9	62.8	18.1
Jun-99	85,001.1	201,619.5	286,620.5	51,454.3	60.5	18.0
Sep-99	86,698.0	207,392.6	294,090.6	55,716.3	64.3	18.9
Dic-99	94,773.9	197,354.7	292,128.6	66,640.5	70.3	22.8
Mar-00	87,959.7	189,721.3	277,681.1	57,264.6	65.1	20.6
Jun-00	93,963.6	183,743.1	277,706.7	59,845.6	63.7	21.5
Sep-00	91,535.5	183,296.9	274,832.4	58,074.4	63.4	21.1
Dic-00	108,347.0	166,215.5	274,562.5	56,766.2	52.4	20.7

Fuente: Elaborado con datos de la CNBV

CUADRO 4.10: TASAS DE INTERÉS DE CETES A 28 DÍAS, TASA BANCARIA PASIVA Y DE DEPOSITOS, 1994-2000. Porcentaje.

AÑO	1. CETES 28 DÍAS	2.TASA BANCARIA PASIVA	3.TASA DE DÉPOSITOS	1-2	1-3
1994	14.1	5.38	13.32	8.72	0.78
1995	48.44	6.67	38.12	41.77	10.32
1996	31.39	6.58	24.70	24.81	6.69
1997	19.80	7.57	14.66	12.23	5.14
1998	24.76	6.38	13.75	18.38	11.01
1999	21.41	5.85	9.61	15.56	11.8
2000	15.24	4.86	6.27	10.38	8.97

Fuente: Elaboración con datos de FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

Aunque la anterior forma de ganancia bancaria tiene importancia (véase cuadro 4.11), esta no resulta la fuente principal de sus ganancias; en realidad, sus mayores entradas devienen de la cartera crediticia, misma que representa un poco más de la mitad de los ingresos totales por intereses, excepto para los últimos dos trimestres del año 2000, donde su participación llega a 45% y 43%, respectivamente. Sin embargo, estas ganancias no se

¹²⁵ La mayor parte de operaciones de reportos de valores corresponden a las transacciones realizadas con bonos gubernamentales, los cuales son utilizados para fondearse en el mercado secundario de bonos.

encuentran apoyadas por el crédito tradicional otorgado a los agentes privados que obedecen, en gran medida, por el pagaré del Fobaproa que representó la mitad de la cartera de crédito.

**CUADRO 4.11 : ESTRUCTURA PORCENTUAL DE LOS PRINCIPALES
RENGLONES QUE GENERAN INGRESOS POR INTERESES, 1998-2000.**

	<i>A) Intereses a favor por cartera de crédito</i>	<i>Créditos al FOBAPROA</i>	<i>Interés por cartera sin Fobaproa</i>	<i>B) Intereses a favor por valores</i>	<i>C) Reportos y préstamos de valores</i>
Mar-98	55.05	25.70	29.35	18.67	19.47
Jun-98	58.16	25.19	32.96	21.52	12.90
Sep-98	57.49	30.30	27.20	23.20	15.90
Dic-98	55.10	27.13	27.97	25.89	14.40
Mar-99	53.51	26.95	26.56	29.00	12.06
Jun-99	55.65	26.60	29.04	28.17	5.80
Sep-99	55.10	26.50	28.61	23.38	10.04
Dic-99	53.21	24.66	28.55	40.42	-5.33
Mar-00	52.36	22.79	29.57	31.63	5.11
Jun-00	52.80	22.53	30.27	32.58	4.86
Sep-00	45.05	18.13	26.92	- 10.53	50.76
Dic-00	43.40	15.70	27.70	10.24	30.20

Fuente: Elaboración con datos de CNBV

Esto significa que las ganancias bancarias obtenidas, durante el periodo, se deben a la intervención del gobierno, que propicio una alta rentabilidad de los bancos por medio de valores intercambiados por créditos vencidos.

Una vez establecido el comportamiento de los intermediarios bancarios, conviene el análisis de los efectos de la política monetaria sobre el mercado bursátil, durante el periodo.

2. MERCADO BURSÁTIL

En el mercado bursátil surgen diversos efectos a razón del uso del canal del tipo de cambio por la política monetaria para la atracción de capitales y el control de la inflación.¹²⁶ En primer lugar, la bolsa se vuelve altamente volátil, pues se impide el financiamiento de largo plazo. En segundo lugar, las empresas con suficiente fortaleza deciden evitar la volatilidad de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y trasladan su emisión de títulos al exterior. La exposición continúa con la descripción de cada uno de estos efectos y su interrelación.

¹²⁶ Véase capítulo anterior, apartado 2.3

En principio, la BMV se convirtió en un mercado volátil, debido a que los flujos de capital externos que arribaron eran de carácter especulativo, o sea, tenían el fin de obtener la máxima ganancia en el menor tiempo posible para, después, abandonar el país ante la menor señal de pérdida de ganancias. La alta volatilidad de la bolsa terminó inhibiendo el financiamiento de largo plazo de las empresas, ya que ningún inversionista se atreve a arriesgar sus fondos en un mercado donde las perspectivas de ganancia son a corto plazo.

Lo anterior sucede a pesar del incremento de recursos disponibles en este mercado, pues se reduce la emisión de títulos primarios. En el cuadro 4.12 se aprecia como las empresas cotizadas en bolsa no se incrementan de 1995 al 2000; por el contrario, disminuye su número: de 185 empresas cotizadas en el mercado principal, pasan a 173 empresas en el año 2000.

El resultado es que este mercado se deslinda de la actividad productiva, sin asumir su papel en la emisión de financiamiento de largo plazo. Por esta razón, las grandes empresas mexicanas que tienen acceso a los mercados internacionales deciden realizar emisiones en otros países a través de los ADR's (American Deposit Receipts¹²⁷), ante la volatilidad del mercado bursátil interno. En el cuadro 4.12, se muestra como la mayor parte de la inversión extranjera en bolsa se realizó bajo estos instrumentos, mismos que no tienen cotización dentro del país.

El problema de tales emisiones, es que se encuentran ligadas con los activos emitidos en la BMV; por lo que, ante movimientos de los mercados internacionales, es muy probable reacciones paralelas en el mercado mexicano.

¹²⁷Los ADR's son recibos que amparan la adquisición de una acción comprada en una bolsa extranjera (no estadounidense), depositando con un custodio, por lo general un banco internacional reconocido. Los ADR's se emiten bien sea por iniciativa de la compañía enlistada, en cuyo caso son patrocinados (sponsored), o por iniciativa de los inversionistas no patrocinados (un-sponsored). Después se comercializan en el mercado secundario, el cual puede ser una bolsa y/o en forma extrabursátil". Girón (1996: 139)

CUADRO 4.12: NUMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES. 1995-2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
MERCADO PRINCIPAL	185	193	194	195	186	173
<i>Mercado para la mediana empresa*</i>	30	35	39	39	0	0
<i>Industrias comerciales y de servicios</i>	108	111	116	116	144	139
<i>Instituciones financieras</i>	47	47	39	36	42	34
<i>Sistema internacional de cotizaciones</i>			4	4	4	4
<i>Sociedades de inversión</i>	264	269	301	312	321	344
<i>Títulos opcionales</i>	32	6	8	5	7	6
<i>Listado previo</i>				17	13	13
<i>Total de renta variable</i>	481	468	507	529	531	540

*A partir de 1998 se incorpora al mercado principal.

FUENTE: Anuario bursátil de la BMV, varios años.

También es importante mencionar que la profundidad del mercado de valores no se incrementa, ya que, como se advirtió, la volatilidad y las altas posibilidades de pérdida de ingresos desalentaron a los inversionistas.

Por otra parte, la composición de la inversión extranjera en la BMV, a raíz de la crisis de 1994, cambia drásticamente. En diciembre de 1994, 56% de la inversión extranjera, sin tomar en cuenta ADR's, se concentraba en el mercado de dinero y alcanzó un monto de 17,167 millones de dólares (véase cuadro 4.13). A partir de la crisis, la participación de la inversión extranjera comienza a concentrarse en el mercado de capitales: en diciembre de 2000, llega a 21,607 millones de dólares (véase cuadro 4.14), lo que representa 92% de toda la inversión extranjera sin ADR's. Esto evidencia el cambio estratégico que realiza la política monetaria, pasando de apoyarse en el mercado de dinero para apoyarse más en el mercado de valores para la atracción de flujos internacionales de capital.

**CUADRO 4.13: INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE CAPITALES,
1994-1995. (Millones de dólares)**

<i>FECHA</i>	<i>ADR's</i>	<i>Fondo México</i>	<i>Libre Suscripción</i>	<i>Fondo neutro</i>	<i>Warrants</i>	<i>Mercado intermedio</i>	<i>total</i>
Dic-94	21,162.85	765.58	8,079.01	4,348.43	15.55	23.73	34,395.15
Dic-95	15,223.50	750.27	5,884.28	2,620.28	5.96	31.29	24,515.58
Dic-96	15,108.14	920.17	11,418.62	3,506.59	0.95	24.19	30,978.66
Dic-97	23,135.13	1,311.26	19,498.34	4,891.65	1.59	130.01	48,967.98
Dic-98	18,625.09	790.56	11,044.05	2,884.88	0.52	58.46	32,613.00
Dic-99	41,505.01	0.00	20,626.11	4,493.55	54.60	0.00	66,679.27
Dic-00	32,091.13	0.00	17,663.34	2,153.18	4.60	0.00	51,912.25

FUENTE: Anuario bursátil de la BMV, varios años.

**CUADRO 4.14: INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL MERCADO DE DINERO,
1994-2000. (Millones de pesos)**

<i>FECHA</i>	<i>CETES</i>	<i>Bondes</i>	<i>Tesobonos</i>	<i>Ajustabonos</i>	<i>Udibonos</i>	<i>Total Pesos</i>	<i>Total Dólares</i>
Dic-94	13,818.98	156.24	66,143.73	3,785.26	0.00	83,904.21	17,167.10
Dic-95	21,046.07	839.48	1,430.75	2,337.45	0.00	25,653.75	3,338.51
Dic-96	23,786.47	2,562.03	0.00	295.72	16.25	26,660.47	3,394.38
Dic-97	24,233.44	2,070.12	0.00	62.48	476.51	26,842.55	3,320.74
Dic-98	21,687.29	2,410.91	0.00	19.01	310.01	24,427.22	2,476.15
Dic-99	10,787.62	9,389.51	0.00	0.00	640.23	20,817.36	2,188.01
Dic-00	10,863.05	6,123.50	0.00	0.00	17.55	17,004.10	1,786.13

FUENTE: Anuario bursátil de la BMV, varios años.

En tanto, las autoridades monetarias promueven el ahorro interno en el mercado de dinero, en sustitución a los flujos de capital. Esto se logra gracias a la privatización de los fondos de ahorro para el retiro en 1997, que dan paso a las SIEFORES. Estas últimas, por ley, tienen la obligación de invertir 65% de los fondos en valores gubernamentales, como mínimo. El resultado de esta reforma es que la mayor parte de la inversión de los fondos se concentrarán en bonos gubernamentales, de tal suerte que en la composición de las carteras de las SIEFORES los valores públicos representan entre 90% y 100% de los activos¹²⁸ (Levy, 2003).

¹²⁸ Levy (2002-b) señala que el gobierno ha desplegado una política de atracción de estos fondos a los bonos gubernamentales, por medio de ganancias altas libres de riesgo; esto implica un alto costo fiscal debido a los intereses que se deben de pagar para obtener la mayor parte de la cartera de las SIEFORES. Además, debe señalarse que al dirigirse estos flujos en su mayor parte a los bonos gubernamentales, se pierde la oportunidad de que financien o fondeen la inversión.

3. CONCLUSIONES

La política monetaria que se implementó con el fin de controlar la inflación, generó efectos desfavorables sobre el sistema financiero mexicano. En primer lugar, la banca padeció una crisis de carteras vencidas que se explica, en parte, por el compromiso de las autoridades monetarias con las metas inflacionarias, y que llevaron las tasas de interés activas a niveles donde los agentes incurrirían en incumplimiento de pagos. Esta misma política retroalimenta otros mecanismos de transmisión, como el canal de la tasa de interés y el canal crediticio. A partir de esto, se explica la reducción del financiamiento otorgado por la banca comercial durante el periodo.

La política monetaria, en su incapacidad para crear condiciones seguras y favorables para la generación de ingresos y el repago de las deudas, obliga a los bancos a la búsqueda de ganancias mediante vías alternas. De esta forma, los bancos se dedican a usar su poder de mercado para obtener ganancias libres de riesgo y, a su vez, la política monetaria les permitió el beneficio de fondearse barato en el exterior. Por otra parte, sacan provecho del rescate bancario, ya que les permite obtener ganancias a costa del déficit público. Por lo tanto, el sector bancario se desliga del sector productivo nacional y no financia la inversión ni el crecimiento económico; además, su dependencia de las políticas gubernamentales implica un costo adicional para las finanzas públicas.

Otro resultado de la crisis bancaria y de las políticas seguidas durante el periodo, es el cambio de propiedad de la banca comercial, misma que favorece la injerencia extranjera, pues la mayor parte de los activos bancarios pasan a manos de grupos financieros foráneos. En términos de soberanía nacional, esto tiene consecuencias graves, ya que se deja en poder

de instituciones extranjeras, desligadas de los intereses nacionales, el sistema de pago y la creación de dinero.

Por otra parte, la BMV se convierte en una eje fundamental para la política monetaria, puesto que a este mercado arriban los flujos internacionales de capital. Sin embargo, la atracción de estos flujos no se traduce en un mercado más robusto, por su carácter especulativo y por desincentivar el financiamiento de largo plazo, indispensable para el crecimiento económico. En consecuencia, la BMV no se convierte en la fuente de financiamiento que el programa neoliberal esperaba lograr.

Conviene destacar el cambio de estrategia que las autoridades monetarias llevan a cabo en el mercado de dinero, donde empiezan a apoyarse cada vez más en los fondos de ahorro para el retiro en lugar de la inversión extranjera. No obstante, esto no promueve el uso de los fondos SAR con fines productivos, con lo que se desperdicia una oportunidad de desarrollo nacional.

Por último, merece mención que las hipótesis planteadas en el principio del capítulo, se sustentan en las evidencias empíricas mostradas hasta la conclusión. Por lo tanto, sólo resta advertir que la política monetaria, de control inflacionario, desarrollada durante el periodo 1994–2000, causó graves problemas al sistema financiero que, condujeron a una inestabilidad financiera, a la pérdida de soberanía bancaria y a la no creación de financiamiento al sector productivo, actividad que debería desempeñar el sistema financiero para el desarrollo económico nacional.

CONCLUSIONES GENERALES

El presente trabajo planteó un análisis exhaustivo de los efectos provocados por los cambios en la política monetaria sobre el crecimiento y la estabilidad económica. Particularmente, el estudio, se concentro en el segundo quinquenio de los noventas, debido a los cambios introducidos a la política monetaria a raíz de la crisis financiera de 1994.

A fin de comprender la polémica existente alrededor de la política monetaria fue necesaria la revisión de los distintos paradigmas teóricos relevantes en el tema. De acuerdo al orden de exposición, el paradigma convencional presenta un análisis desde la perspectiva de la oferta, considera al ahorro como prerequisite de la inversión, al dinero como neutral en el largo plazo y rechaza la presencia de la incertidumbre, o se le reduce como un simple riesgo sujeto a cálculos actuariales.

Este paradigma presenta las siguientes diferencias de apreciación en su estructura:

a) Los monetaristas suponen que el principal efecto del incremento de la cantidad de dinero es la elevación de precios, por lo tanto, sugieren una política monetaria restrictiva orientada al control de la inflación; no obstante, aceptan que ésta no es neutral en el corto plazo.

b) La escuela de las expectativas racionales supone que los agentes actúan con previsiones racionales sobre el futuro y, como resultado, las políticas monetarias previstas sólo generarán inflación sin modificar las variables reales. Si bien se acepta que la neutralidad del dinero desaparece ante políticas monetarias imprevistas en el corto plazo, ésta a largo plazo solo genera inflación al ser compensada, dicha situación, por los agentes. Por esta razón, se propone la adopción de reglas monetarias fijas y la independencia del Banco Central para combatir la inflación.

c) La teoría neoliberal introduce las características institucionales como elemento relevante de la política monetaria; a partir de lo anterior postulan reformas encaminadas a la eliminación de la represión financiera en conjunción con políticas monetarias restrictivas.

d) La síntesis neoclásica keynesiana cuestiona el funcionamiento del libre mercado, y propone a la política fiscal como herramienta para garantizar el pleno empleo de las fuerzas productivas.

e) Los nuevos keynesianos introducen imperfecciones de mercado (información asimétrica, riesgo moral y selección adversa) para mostrar el funcionamiento del sistema financiero y, con este sustento, consideran que el dinero no es neutral en el corto plazo.

Por otra parte, el enfoque de la demanda agregada se construye sobre supuestos diferentes. La incertidumbre es un elemento central y el dinero no es neutral por sus efectos en la economía. Al igual que el paradigma anterior, está integrado por diferentes visiones, de las cuales examinamos tres casos particulares: a) Keynes señala que la incertidumbre imposibilita la previsión de los ingresos futuros y que el dinero no es neutral. Consecuentemente, las autoridades monetarias deben de garantizar suficiente liquidez para mantener, de manera positiva, las previsiones de los agentes. No obstante, se advierte que en periodos de gran especulación incrementos de la masa monetaria no inducirán un crecimiento del gasto de inversión. b) Los postkeynesianos horizontalistas señalan que la política monetaria debe adaptarse completamente a la demanda de reservas de los bancos comerciales, de acuerdo a una tasa de interés determinada. c) Los postkeynesianos verticalistas postulan que el dinero tiene costos crecientes a medida que se incrementa su demanda, de igual forma proponen políticas monetarias para asegurar la liquidez del sistema y políticas a favor de proveer financiamiento a bajos costos, refinanciar deudas y evitar colapsos financieros. Para estas dos últimas visiones el dinero es endógeno, más con

diferentes grados. Los horizontalistas postulan la completa endogeneidad, mientras que los estructuralistas se basan en una semi-endogeneidad.

Posteriormente, se sometieron a estudio los mecanismos de transmisión con la identificación de cuatro mecanismos “directos”: el canal del precio de los activos, el canal de la tasa de interés, el canal crediticio y el canal del tipo de cambio. Asimismo, se reconocieron la existencia de mecanismos indirectos: supervisión y regulación. En su oportunidad se destacó que estos mecanismos son analizados de formas distintas, por ejemplo: algunos teóricos definen al sistema financiero como simple intermediador de recursos; por tanto, las instituciones financieras se vuelven conductores pasivos de los impulsos de la política monetaria. En este sentido, cabe la distinción entre quienes consideran que el dinero tiene una velocidad estable (monetaristas y expectativas racionales) y aquellos que señalan la existencia de una velocidad variable del dinero (Hicks y Tobin). Además, no falta quien resalte la importancia del sistema financiero en la generación de financiamiento, a partir del supuesto de que la velocidad del dinero es variable. Lo anterior conduce a la argumentación de que las instituciones financieras tienen una participación no neutral en la transmisión de la política monetaria. Acerca de este postulado, es posible diferenciar entre quienes reconocen la incertidumbre (postkeynesianos) y aquellos que la sustituyen por modelos de mercados financieros imperfectos (nuevos keynesianos).

Por consiguiente, la primera conclusión es que no existe un consenso sobre la implementación de la política monetaria, ni sobre el papel del sistema financiero en la transmisión de sus impulsos. Este juicio se fundamenta a partir de los diferentes supuestos asumidos sobre el dinero, su velocidad y la incertidumbre en la economía.

Dentro del estudio de los mecanismos de transmisión, también se encontró que están sujetos a las condiciones institucionales que prevalecen en la economía. En consecuencia, ante la caída del sistema Bretton Woods los mecanismos de transmisión sufrieron profundas modificaciones. Las autoridades monetarias ante la imposibilidad de controlar los agregados monetarios, debido al incremento de la liquidez a nivel mundial, abandonan los objetivos de crecimiento de los mismos y adoptan políticas de control de la tasa de interés, suponiendo que estas guardan una fuerte correlación con los agregados. De manera paralela, la movilidad creciente de los flujos de capital obligó a las autoridades a abandonar los tipos de cambio fijos y optar por diferentes regímenes cambiarios.

La segunda conclusión a considerar es que, debido a la reducción de la importancia del financiamiento bancario y del incremento de la liquidez mundial, provocada por la globalización financiera, el canal crediticio pierde su papel central en la transmisión de la política monetaria, aunque no desaparece. Dicho fenómeno incrementó el alcance de los mecanismos que funcionan sobre el mercado bursátil y el sector externo (entiéndase tipo de cambio). Éste último adquiere especial importancia para los países en desarrollo, debido a la creciente importancia del financiamiento externo; mientras el primero es relevante en los países desarrollados con sistemas financieros basados en el mercado de capitales. Además, ante el crecimiento de la endogeneidad monetaria cobran una mayor importancia los mecanismos indirectos para influenciar el comportamiento de los agentes y, así, afectar la liquidez del mercado sin poner en riesgo la estabilidad financiera.

Con base en los anteriores planteamientos, se estudió la política monetaria en México durante el periodo 1995-2000. Se observó que la *política monetaria* fue parte de una estrategia de desarrollo, conocida como modelo neoliberal. Igualmente, se encontró que durante el periodo de estudio citado, ésta operó a partir de dos mecanismos de transmisión.

Por una parte, se recurrió a restricciones internas de la liquidez, mediante la disminución del crédito interno neto de Banxico, para controlar la demanda y disminuir precios. Igualmente, se empleo el canal del tipo de cambio para mantener un control en el nivel de precios, gracias a la atracción de flujos de capital por medio de la manipulación de la tasa de interés vía “cortos”. Prueba de ello fue la reaparición de la sobrevaluación cambiaria en el tercer trimestre de 1996, la cual se encontró altamente relacionada con la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, existieron cambios que condujeron a una disminución de la dependencia de los flujos externos, ya que las autoridades sustituyeron la inversión extranjera en el mercado de dinero por los fondos de pensión y, también, se compenso la entrada de divisas por medio de una creciente inversión extranjera directa y por mayores exportaciones.

Como tercera conclusión es que, la política monetaria, en México, durante 1995-2000 a pesar de sus cambios a nivel operativo e instrumentales, procuró la estabilidad del tipo de cambio para la consecución de objetivos inflacionarios, pero a diferencia del periodo 1988-1994, no existieron intervenciones directas sobre el mercado cambiario.

El análisis empírico de los efectos de la política monetaria sobre el sistema financiero mostró resultados distintos. La política monetaria en el sistema bancario profundizó la crisis, puesto que la manipulación de la tasa de interés para asegurar la estabilidad cambiaria e inflacionaria, elevó el costo de las deudas sobre los ingresos, traduciéndose en incrementos de las carteras vencidas por encima del capital de los bancos. Tal circunstancia derivó en una crisis bancaria, en un costoso rescate bancario y en la alineación al extranjero del sistema bancario nacional, que significo la pérdida de soberanía sobre el sistema de pagos y la creación de dinero.

De forma paralela, la política monetaria al no asegurar la creación de ingresos y el repago de las deudas, incentivó a los bancos a obtener ganancias libre de riesgos mediante la inversión en bonos gubernamentales o beneficiándose del rescate bancario. Ello condujo a las instituciones crediticias a desligarse de su función de proveer créditos para la inversión permitiéndole a este sector beneficiarse de políticas de subsidios fiscales a costa del déficit público.

Los efectos de la política monetaria sobre el mercado de valores tampoco fueron positivos, puesto que se mantuvo la inestabilidad bursátil y continuo reducida la emisión de títulos con fines de fondeo de la inversión; pese a la utilización de políticas de restricción de la liquidez interna. Debe advertirse que los fondos de pensión no se canalizaron para fondear inversiones productivas y se concentraron en bonos gubernamentales, perdiéndose, con ello, una oportunidad de desarrollo.

La cuarta conclusión plantea que la política monetaria aumentó el divorcio entre el sistema financiero y el sector productivo al retroalimentar, negativamente, el canal crediticio y el canal del precio de los activos. Prueba de ello es que el sector bancario mantuvo altamente racionado el crédito y, de igual forma, el mercado de valores no pudo desarrollar el fondeo de la inversión. Bajo tales condiciones surgieron formas alternativas de financiamiento como los proveedores, casas matriz y emisión de títulos en el extranjero, por ejemplo.

En conclusión y, como resolución de la interrogante principal del presente trabajo, los cambios que se efectuaron en la política monetaria, a raíz de la crisis de 1994 y su posterior implementación, no fueron efectivos. Esta situación se dio, a pesar, del control de la inflación y del tipo de cambio, pues no se logro la estabilización del sistema financiero nacional y, por lo tanto, las iniciativas subrayadas no colaboraron al financiamiento de la

inversión y, tampoco, al crecimiento económico. Asimismo, la política monetaria no eliminó la dependencia de los flujos de capital internacional para la estabilidad cambiaria, ni tampoco suprimió la sobrevaluación del tipo de cambio, situación que genera alta vulnerabilidad externa para la economía mexicana.

ANEXOS

CUADRO A.1: CONCERTACIONES ECONÓMICAS Y SUS PRINCIPALES MEDIDAS

Concertación económica	Fecha del anuncio / Vigencia hasta:	Precios	Tipo de Cambio	Salarios	Finanzas públicas
PSE I	15-dic-87 29-feb-88	Incremento promedio de 85% en energéticos	Devaluación previa: libre 36%, controlado 22%	Alza del 15% el 15/dic. Y 20% a partir del 10/ene.	Disminución del gasto programable a 20.5% del PIB de 1988
PSE II	28-feb-88 31-mar-88	Sin cambios	Paridad fija: libre \$2,298; controlado \$2,257 mxp/usd	Alza del 3%	Mantener un superávit primario en las finanzas públicas.
PSE III	27-mar-88 31-may-88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PSE IV	22-may-88 31-ago-88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PSE V	14-ago-88 30-nov-88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	IVA: 0% a alimentos procesados y 6% a medicinas. Desgravación de 30% a ingresos menores a 4 veces el salario mínimo
PSE VI	16-oct-88 31-dic-88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PECE I	12-dic-88 31-jul-89	Aumento en precios y tarifas públicas rezagadas	Ajuste diario de un peso a partir del 1-ene-1989	Alza del 8%	Profundización de la desregulación económica.
PECE II	18-jun-89 31-mar-90	Sin cambios	Sin cambios	Alza del 6%	Finanzas públicas sanas.
PECE III	3-dic-89 31-jul-90	Aumentan 65 gasolinas	Sin cambios	Alza del 10%	Finanzas públicas sanas
PECE IV	27-may-90 31-ene-91	Aumentos en energéticos entre 6 y 12%	Ajuste de 0.80 cts.	Sin cambios	Finanzas públicas sanas
PECE V	11-nov-90 31-dic-91	Alzas: gasolina, luz, diesel y gas	Ajuste diario de 0.40 cts.	Alza del 18%	Profundización de la desregulación económica.
PECE VI	10-nov-91 31-ene-92	Alzas: Nova 65%; magna 25%; diesel 9.7%; gas licuado 2.4% con ajuste mensual de 2.5%; luz domestica 20.2%; industrial 21.3%	Eliminación del control de cambios y reducción a 0.20 cts. Diarios en el deslizamiento.	Alza del 12%	IVA 05 a medicinas. Se establece tasa única del 10% del IVA excepto en las franjas fronterizas.
PECE VII	20-oct-92 31-dic-93	Ajuste gradual en electricidad y otros energéticos de baja tensión en uso doméstico y comercial con mayor a dos dígitos en la vigencia del pacto	Aumenta el deslizamiento del tipo de cambio a 0.0004 cts. De nuevos pesos	Aumento no superior al 10%	Disciplina fiscal a fin de lograr las metas en el presupuesto programado.
PECE VIII	1-oct-93 31-dic-94	Reducción de tarifas eléctricas de uso doméstico y comercial que no exceda el 5%. Los precios públicos se redujeron en proporción tal que permitieran alinearlos cabalmente a su referencia internacional.	Sin cambios	Los ingresos equivalentes a un salario mínimo aumentaron entre 5% y 10.8%	Disminución del ISR para empresas de 35 % a 34%. Se plantea que las finanzas públicas se mantengan en equilibrio.

Notas: PSE: Pacto de Solidaridad Económica / PECE: Pacto para la estabilidad y el crecimiento económico.

Fuente: León (1997)

CUADRO A.2: ESTADÍSTICAS SELECTAS DE MÉXICO 1982-1987

<i>AÑO</i>	<i>Tasa anual de crecimiento del PIB</i>	<i>Inflación promedio anual</i>	<i>Déficit público a precios de 1993</i>	<i>Tasa anual de crecimiento del déficit público.</i>
1982	-0.6	57.9	-1,434.28	192.9
1983	-4.2	101.7	-1,848.30	28.9
1984	3.6	66.1	-2,597.88	40.6
1985	2.6	57.7	-4,283.31	64.9
1986	-3.8	86.1	-12,835.45	199.7
1987	1.9	131.9	-33,484.43	160.9

Fuente: elaboración propia basados en datos del FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001.

Nota: datos entre paréntesis representan un déficit.

**CUADRO A.3: PRODUCTO INTERNO BRUTO DE MÉXICO 1988-2000.
(Millones de pesos)**

<i>Periodo</i>	<i>PIB corrientes</i>	<i>PIB (1993=100)</i>	<i>IPIPIB 1993=100</i>	<i>TMC anual</i>
1988	416,305	1,042,066	39.90	-
1989	548,858	1,085,815	50.50	4.20
1990	738,898	1,140,848	64.80	5.07
1991	949,148	1,189,017	79.80	4.22
1992	1,125,334	1,232,162	91.30	3.63
1993	1,256,196	1,256,196	100.00	1.95
1994	1,420,159	1,311,661	108.30	4.42
1995	1,837,019	1,230,771	149.30	-6.17
1996	2,525,575	1,294,197	195.10	5.15
1997	3,174,275	1,381,839	229.70	6.77
1998	3,846,350	1,451,351	265.00	5.03
1999	4,593,685	1,503,930	305.40	3.62
2000	5,485,372	1,603,751	342.00	6.64

Fuente: INEGI

**CUADRO A.4: MÉXICO, CRÉDITO BANCARIO Y SU PROPORCIÓN CON
RESPECTO AL PIB, 1988 – 2000. (Millones de pesos)**

<i>AÑO</i>	<i>Cartera total</i>	<i>Cartera vigente/1</i>	<i>Cartera vencida</i>		<i>Cartera total</i>	<i>Cartera vigente</i>	<i>Cartera vencida</i>
1989	103,516	91,681	1,325		18.86%	16.70%	0.24%
1990	163,409	143,767	3,321		22.12%	19.46%	0.45%
1991	248,422	212,194	10,250		26.17%	22.36%	1.08%
1992	356,218	294,848	19,591		31.65%	26.20%	1.74%
1993	450,007	363,269	32,682		35.82%	28.92%	2.60%
1994	617,726	534,705	51,899		43.50%	37.65%	3.65%
1995	772,091	494,964	136,391		42.03%	26.94%	7.42%
1996	848,602	374,904	191,273		33.60%	14.84%	7.57%
1997	895,349	325,211	240,791		28.21%	10.25%	7.59%
1998	949,168	356,071	318,394		24.68%	9.26%	8.28%
1999	1,026,819	334,572	317,596		22.35%	7.28%	6.91%
2000	946,800	373,936	246,768		17.26%	6.82%	4.50%

Fuente: Banco de México. Nota: A partir de 1994 cambia la metodología contable.

/1 No incluye al sector bancario

**CUADRO A.5: MÉXICO, AGREGADOS MONETARIOS Y SU PROPORCIÓN
CON RESPECTO AL PIB, 1988 – 2000.**

(Millones de peso a precios de 1993)

FECHA	M1	M2	M3	M4	M1	M2	M3	M4	M4-M1
Dic-88	53,250,568	208,720,628	291,758,255	320,566,811	4.9	19.3	27.0	29.7	24.8
Dic-89	59,118,109	59,118,109	59,118,109	59,118,109	5.3	21.2	30.9	34.3	29.0
Dic-90	71,802,641	71,802,641	71,802,641	71,802,641	6.0	21.8	30.8	35.4	29.4
Dic-91	132,085,167	132,085,167	132,085,167	132,085,167	10.6	26.1	30.8	37.6	26.9
Dic-92	133,549,465	133,549,465	133,549,465	133,549,465	10.5	26.8	31.0	38.5	28.0
Dic-93	145,421,066	145,421,066	145,421,066	145,421,066	11.2	27.5	34.4	44.0	32.9
Dic-94	138,706,637	138,706,637	138,706,637	138,706,637	10.1	29.1	38.0	47.7	37.6
Dic-95	98,962,904	98,962,904	98,962,904	98,962,904	7.8	28.9	32.5	41.3	33.5
Dic-96	109,857,432	109,857,432	109,857,432	109,857,432	8.0	27.7	31.8	40.3	32.3
Dic-97	123,485,612	123,485,612	123,485,612	123,485,612	8.5	27.0	33.2	42.2	33.7
Dic-98	126,510,716	126,510,716	126,510,716	126,510,716	8.5	27.7	33.5	43.5	35.0
Dic-99	142,207,040	142,207,040	142,207,040	142,207,040	9.0	27.0	34.9	44.6	35.6
Dic-00	146,156,638	146,156,638	146,156,638	146,156,638	8.9	22.8	31.6	43.2	34.4

Fuente: Banco de México, página electrónica. Agregados metodología anterior.

**CUADRO A.6: LÍMITES* TRIMESTRALES A LAS VARIACIONES DEL
CRÉDITO INTERNO DE BANXICO Y SALDOS OBSERVADOS 1995–2000.**
(Flujos efectivos acumulados, desde principios de cada año, en millones de pesos)

<i>Trimestre</i>	<i>Monto Límite</i>	<i>Saldos Observados</i>
1995	10,000	
1996-I	-1,150	-21,141
1996-II	2,495	-17,847
1996-III	320	-30,504
1997-I	-23,560	-36,779
1997-II	-25,566	-65,989
1997-III	-28,072	-92,384
1997-IV	-745	-81,056
1998-I	-11,900	-25,158
1998-II	-10,148	-26,504
1998-III	-15,370	-12,321
1998-IV	15,860	-10,673
1999-I	-7,776	-10,740
1999-II	-10,049	-28,408
1999-III	-10,239	-33,847
1999-IV	23,780	20,182
2000-I	-40,157	-82,628
2000-II	-30,647	-43,739
2000-III	-30,262	-91,339
2000-IV	17,144	-57,152

Fuente: Banco de México. Exposición Sobre la Política Monetaria, varios años.

*El límite se refiere a que el crédito interno neto caerá por lo menos en el monto señalado.

CUADRO A.7: COSTOS ESTIMADOS DEL RESCATE DE LA BANCA MEXICANA.

<i>Fuente</i>	<i>Fecha</i>	<i>Costo en pesos (Miles de millones)</i>	<i>Costo en dólares (Miles de millones)</i>	<i>Como % del PIB</i>
Departamento del Tesoro de EUA	4 de mayo de 1995	38.50	5.00	2.04
Financial Times	30 de enero de 1996	84.00	10.90	4.46
Hacienda y Banco de México	3 de junio de 1996	135.00	15.88	6.00
FINSAT	2 de Julio de 1996	148.40	17.46	6.57
Standard and Poor's	6 de agosto de 1996	196.00	25.45	12.00
CNBV	6 de agosto de 1996	164.00	19.29	7.50
Standard and Poor's	20 de agosto de 1996	230.00	29.87	12.22
Gobierno Federal	1 de septiembre de 1996	181.00	21.29	8.00
The Bankers	2 de septiembre de 1996	316.45	37.23	14.00

Fuente: Girón y Correa (1997: 14)

CUADRO A.8: MÉXICO, TIPO DE CAMBIO NOMINAL, REAL E INDICE DE SOBREVALUACIÓN Ó SUBVALUACIÓN CAMBIARIA 1988-2000.

<i>FECHA</i>	<i>Tipo de Cambio al cierre del periodo</i>	<i>INPC MEX 1988/Q4=100</i>	<i>INPC EUA 1988/Q4=100</i>	<i>Tipo de Cambio Teórico base 1988</i>	<i>Índice de Sobre ó Sub Valuación 1988</i>
Dic-88	2.28	100	100	2.28	1
Dic-89	2.64	37.28	82.6	2.59	0.98
Dic-90	2.95	48.32	87.74	3.16	1.07
Dic-91	3.07	57.72	90.36	3.66	1.19
Dic-92	3.12	65.35	93.12	4.02	1.29
Dic-93	3.11	70.98	95.66	4.25	1.37
Dic-94	5.33	75.91	98.2	4.43	0.83
Dic-95	7.64	112.89	100.8	6.42	0.84
Dic-96	7.85	144.65	104.01	7.97	1.02
Dic-97	8.08	169.56	105.96	9.17	1.14
Dic-98	9.87	199.34	107.6	10.62	1.08
Dic-99	9.51	226.65	110.42	11.77	1.24
Dic-00	9.57	246.86	114.21	12.39	1.29

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

CUADRO A.9: MÉXICO, BASE MONETARIA POR SUS FUENTES 1988-2000.
(Millones de pesos corrientes y a precios de 1993)

FECHA	Base Monetaria	Reserva Internacional	Crédito Interno Neto		Base Monetaria (1993=100)	Reserva Internacional (1993=100)	Crédito Interno Neto (1993=100)
Dic-88	17,514,268	14,551,411	2,962,857		41,800,162	34,728,905	7,071,258
Dic-89	22,224,545	17,484,476	4,740,069		41,854,134	32,927,450	8,926,684
Dic-90	30,121,201	29,949,711	171,490		42,968,903	42,724,267	244,636
Dic-91	38,581,127	53,885,609	-15,304,482		46,371,547	64,766,357	-18,394,810
Dic-92	43,972,433	57,803,443	-13,831,010		46,433,403	61,038,483	-14,605,079
Dic-93	47,192,881	76,211,021	-29,018,140		46,086,798	74,424,825	-28,338,027
Dic-94	56,935,497	32,739,200	24,196,298		51,109,064	29,388,869	21,720,196
Dic-95	66,808,632	120,300,736	-53,492,107		39,981,228	71,993,259	-32,012,033
Dic-96	83,991,071	137,803,802	-53,812,729		39,655,841	65,063,174	-25,407,332
Dic-97	108,891,286	225,930,120	-117,038,837		44,848,141	93,051,944	-48,203,804
Dic-98	131,527,989	298,272,664	-166,744,684		46,890,549	106,336,066	-59,445,520
Dic-99	188,718,250	291,924,668	-103,206,419		59,252,198	91,656,097	-32,403,899
Dic-00	208,943,119	322,456,082	-113,512,962		59,510,999	91,841,664	-32,330,664

Fuente: Banco de México, página electrónica.

CUADRO A.10: MÉXICO, COMPOSICIÓN DEL CREDITO INTERNO DE BANCO DE MÉXICO 1995-2000.
(Millones de pesos a precios de 1993)

FECHA	Crédito Interno Neto	Crédito Neto a la Banca de Desarrollo	Crédito Neto a la Banca Comercial	Crédito Neto al Gobierno Federal	Otros
Mar-95	1,646,103	24	9,734	-15,562	1,651,907
Jun-95	-11,175,193	-882	35,313	-28,338	-11,181,285
Sep-95	-30,405,795	-1,046	31,705	-33,169	-30,403,285
Dic-95	-32,012,033	-1,234	19,519	-15,676	-32,014,643
Mar-96	-31,919,655	-1,045	11,661	-19,894	-31,910,377
Jun-96	-28,964,979	-1,558	13,769	-17,889	-28,959,300
Sep-96	-28,106,077	-1,480	13,639	-19,516	-28,098,720
Dic-96	-25,407,332	-1,350	-630	-7,613	-25,397,739
Mar-97	-35,705,692	-2,228	-13,662	-16,620	-35,673,182
Jun-97	-41,096,027	-1,032	-8,040	-17,733	-41,069,222
Sep-97	-47,328,195	-1,399	-6,927	-22,521	-47,297,347
Dic-97	-48,203,804	-1,267	-10,852	-19,077	-48,172,608
Mar-98	-60,587,505	-1,150	-10,914	-25,164	-60,550,277
Jun-98	-65,239,139	-1,027	-10,177	-31,761	-65,196,173
Sep-98	-71,300,085	-609	-18,750	-24,742	-71,255,983
Dic-98	-59,445,520	-509	-20,244	-22,475	-59,402,293
Mar-99	-54,741,743	-333	-18,000	-28,256	-54,695,155
Jun-99	-54,074,144	-539	-15,715	-35,354	-54,022,535
Sep-99	-53,463,697	-509	-20,089	-29,699	-53,413,400
Dic-99	-32,403,899	-544	3,323	-28,317	-32,378,361
Mar-00	-48,228,440	-241	-4,852	-32,062	-48,191,285
Jun-00	-43,863,943	-340	5,398	-31,449	-43,837,552
Sep-00	-40,616,767	-433	3,272	-37,068	-40,582,538
Dic-00	-32,330,664	995	12,369	-36,297	-32,307,731

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México, página electrónica.

CUADRO A.11: MÉXICO, BASE MONETARIA POR SUS FUENTES 1996-2000.
(Flujos acumulados, millones de pesos o dólares)

<i>FECHA</i>	<i>Base Monetaria</i>	<i>Reserva Internacional (Pesos)</i>	<i>Reserva Internacional (Dólares)</i>	<i>Crédito Interno Neto</i>
Mar-96	-7,309.2	13,831.9	1,775.1	-21,141.1
Jun-96	-5,216.4	12,630.3	1,631.2	-17,846.7
Sep-96	-5,168.8	25,334.8	3,294.9	-30,503.6
Dic-96	17,182.4	45,441.5	5,863.2	-28,259.1
Mar-97	-4,442.1	32,337.0	4,144.0	-36,779.0
Jun-97	-3,652.5	62,336.4	7,940.9	-65,988.9
Sep-97	-3,056.9	89,326.7	11,396.0	-92,383.6
Dic-97	24,900.3	105,956.6	13,510.9	-81,056.4
Mar-98	-13,262.1	11,895.6	1,405.7	-25,157.7
Jun-98	-9,708.5	16,795.9	1,988.0	-26,504.4
Sep-98	-8,978.4	3,342.5	697.0	-12,320.9
Dic-98	22,636.1	33,308.6	3,656.1	-10,672.5
Mar-99	-6,882.7	3,857.4	399.2	-10,740.1
Jun-99	-9,563.1	18,844.4	1,964.1	-28,407.5
Sep-99	-4,094.2	29,753.1	3,118.8	-33,847.3
Dic-99	57,190.5	37,008.3	3,899.8	20,182.2
Mar-00	-35,723.4	46,904.7	4,971.6	-82,628.2
Jun-00	-23,188.8	20,550.4	2,224.0	-43,739.2
Sep-00	-27,318.9	64,020.5	6,843.8	-91,339.4
Dic-00	20,224.9	77,376.7	8,249.2	-57,151.9
Mar-01	-32,833.2	46,162.3	4,715.6	-78,995.5
Jun-01	-28,209.2	50,839.3	5,237.0	-79,048.5
Sep-01	-26,755.3	70,384.9	7,283.6	-97,140.2
Dic-01	16,637.3	88,154.3	9,228.0	-71,517.0
Mar-02	-9,271.8	13,497.2	1,453.2	-22,769.0
Jun-02	-13,687.7	7,659.7	772.8	-21,347.4

Fuente: Elaborado con datos de Banco de México, pagina electrónica.

**CUADRO A.12: MÉXICO, MECANISMO DE OPCIONES PARA LA COMPRA DE
DÓLARES DE BANXICO 1996-2000.**
(Millones de dólares)

<i>Años</i>	<i>Monto subastado</i>	<i>Monto Ejercido</i>
1996	930	909
1997	5,150	4,476
1998	2,750	1,428
1999	3,000	2,225
2000	2,000	1,844
Total	13,830	10,882

Nota: Entra en vigor a partir de agosto de 1996

Fuente: Banco de México, pagina electrónica.

CUADRO A.13: MÉXICO, BASE MONETARIA OBSERVADA Y PRONOSTICADA 1997- 2000.
(Miles de millones de pesos)

<i>Fecha</i>	<i>Pronóstico/1</i>	<i>Observada</i>	<i>Desviación (%)</i>
Ene-97	84.0	84.0	0.0
Feb-97	84.9	91.0	6.1
Mar-97	84.5	90.5	6.0
Abr-97	85.7	91.4	5.7
May-97	89.4	93.6	4.2
Jun-97	91.9	95.4	3.5
Jul-97	91.9	95.4	3.5
Ago-97	91.9	95.4	3.5
Sep-97	92.8	95.8	2.9
Oct-97	95.8	96.7	0.9
Nov-97	102.6	101.6	-0.9
Dic-97	107.1	106.5	-0.6
Ene-98	108.9	108.9	0.0
Feb-98	96.8	95.3	-1.5
Mar-98	110.2	108.8	-1.5
Abr-98	112.9	112.0	-0.8
May-98	114.9	114.3	-0.6
Jun-98	114.9	114.3	-0.6
Jul-98	114.9	114.3	-0.6
Ago-98	115.4	113.7	-1.7
Sep-98	116.0	113.3	-2.7
Oct-98	117.8	115.2	-2.5
Nov-98	122.0	120.3	-1.7
Dic-98	127.5	126.1	-1.4
Ene-99	131.1	131.5	0.4
Feb-99	123.3	124.6	1.3
Mar-99	125.0	126.0	1.0
Abr-99	135.4	147.5	12.1
May-99	135.4	147.5	12.1
Jun-99	135.4	147.5	12.1
Jul-99	134.4	146.7	12.3
Ago-99	133.8	146.8	13.1
Sep-99	135.1	148.3	13.2
Oct-99	140.3	153.2	12.9
Nov-99	146.4	159.0	12.6
Dic-99	146.4	159.0	12.6
Ene-00	188.7	188.7	0.0
Feb-00	188.7	188.7	0.0
Mar-00	158.1	165.5	7.5
Abr-00	174.1	175.1	1.0
May-00	172.8	174.1	1.2
Jun-00	171.1	173.0	1.9
Jul-00	171.5	174.6	3.2
Ago-00	175.0	179.7	4.8
Sep-00	181.0	184.4	3.3
Oct-00	181.0	184.4	3.3
Nov-00	181.0	184.4	3.3
Dic-00	187.3	187.1	-0.2

Fuente: Banco de México, pagina electrónica.

/1: Datos al cierre del mes.

CUADRO A.14: MÉXICO, TASAS DE INTERÉS 1988-2000.
(%)

<i>AÑO</i>	<i>Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio</i>	<i>Cetes a 28 días</i>	<i>Tasa Bancaria Pasiva</i>	<i>Tasa Bancaria de Depósitos</i>	<i>Costo Porcentual Promedio</i>	<i>Tasa Bancaria Activa</i>
1988	69.01	69.15	n.a.	52.70	67.64	n.a.
1989	47.43	44.99	n.a.	30.85	44.61	n.a.
1990	37.36	34.76	n.a.	27.88	37.07	n.a.
1991	23.58	19.28	n.a.	16.57	22.56	n.a.
1992	18.87	15.62	n.a.	14.48	18.78	n.a.
1993	17.39	14.99	8.41	15.06	18.56	22.04
1994	16.47	14.10	5.38	13.32	15.50	20.38
1995	60.92	48.44	6.67	38.12	45.12	58.59
1996	33.61	31.39	6.58	24.70	30.71	36.89
1997	21.91	19.80	7.57	14.66	19.12	24.55
1998	26.89	24.76	6.38	13.75	21.09	28.70
1999	24.10	21.41	5.85	9.61	19.73	25.87
2000	16.96	15.24	4.86	6.27	13.69	18.23

Fuente: FMI, International Financial Statistics CD-ROM, 2001

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS:

1. Akhtar, Hossain; Chowdhury, Anis. (1996) *Monetary and Financial Policies in Developing Countries: Growth and Stabilization*, Routledge, London.
 2. Arnaudo, Aldo A. (1972) *Economía Monetaria*, CEMLA, México.
 3. Blinder, J. Alain (1988). *El Banco Central: Teoría y Práctica*, Antoni Bosch, España.
 4. Carlin, Wendy and Soskie, David. (1990) *Macroeconomics and the Wage Bargain*, Oxford University Press, EUA.
 5. Chapoy Bonifaz, Alma. (1988) *Hacia un Nuevo Sistema Financiero Internacional*, Instituto de Investigaciones Económicas. México, DF.
 6. Correa, Eugenia; Girón, Alicia. (comp.) (1997) *Crisis Bancaria y Carteras Vencidas*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.
 7. _____ (2002) *Crisis y Futuro de la Banca en México*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.
 8. Dornbush, R., S. Fisher, y R. Startz. (1998) *Macroeconomía*, 7ª Edición, Mc Graw Hill, España.
 9. Dow C. Sheila. (1999) “*International liquidity preference and endogenous credit*”. En: Deprez, Johan and John T. Harvey (Ed.) *Foundations of International Economics. Postkeynesian Perspectives*, Routledge, London.
 10. Down C. Sheila; Carlos Rodríguez Fuentes (1988). “*The political economy of monetary policy*”. En: *The Political of Central Banking*. Edwar Elgar, Cheltenham, UK.
 11. Friedman, Milton. (1956) *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago University Press, USA.
 12. _____ (1981) *The Optimun Quantity Of Money and Other Essay*, Aldine Publishing Co., Nuevayork, EUA.
 13. Harvey, John T. (1999) “*Volatility and misalignment in the post-Bretton Woods era*”. En: Deprez, Johan and John T. Harvey. (Ed.) *Foundations of International Economics. Postkeynesian Perspectives*, Routledge, London.
 14. Hicks, John. (1989) *Dinero, Interés y Salarios*, Fondo de Cultura Económica, México, DF.
 15. Huerta Gonzáles, Arturo. (1994) *La Política Neoliberal de Estabilización Económica en México*, Diana, México, DF.
 16. _____ (1997) *Carteras Vencidas, Inestabilidad Financiera*, Diana, México, DF.
 17. _____ (2000) *La Dolarización, Inestabilidad Financiera y Alternativa en el Fin de Sexenio*, Diana, México, DF.
 18. Kaldor, Nicholas. (1982) *The Scourge of Monetarism*. Oxford University Press, Oxford, UK.
 19. Keynes, John M. (1930) *A treatise on Money*, two volumes, Macmillan, London, UK.
 20. _____ (1936) *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, 1997.
 21. _____ (1937a) “*The General Theory of Eemployment*”. En: (1973) *Collected Writtings of John Maynard Keynes, vol. XIV, The General Theory and After*, recopilado por Donald Moggride, Mcmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society, London, UK.
-

22. _____ (1937b) “*Alternatives theories of the rate of interest*”. En: (1973) *Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XIV, The General Theory and After*, recopilado por Donald Moggridge, Mcmillan/Cambridge University Press for the Royal Economic Society, London, UK.
 23. León, Oscar. (1997) *Tesis de licenciatura: Reforma y Crisis Financiera en México, 1990-1995*, Facultad de Economía, UNAM.
 24. Levy Orlik, Noemí. (2000) “*Efectos de la Liquidez Internacional Sobre el Déficit Fiscal y el Crecimiento Económico en México, 1983-1987*”. En: *De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaría: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático*, UNAM, México.
 25. _____ (2001) *Cambios Institucionales del Sector Financiero y su Efecto sobre el Fondeo de la Inversión, México 1960-1994*, Facultad de Economía, UNAM, México, DF.
 26. _____ (2003) “*Los Efectos de la Privatización de los Fondos de Pensiones en el Financiamiento de la Inversión y el Crecimiento Económico en México*”. En: Mántey de Anguiano, Guadalupe; Noemí Levy (comp.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Porrúa, México, DF. (Por publicarse)
 27. Lewis, Mervin K.; Paul D. Mizen. (2000) *Monetary economics*, Oxford University Press. EUA, NY.
 28. Mántey de Anguiano, Guadalupe. (1994) *Lecciones de Economía Monetaria*, UNAM, México, DF.
 29. Mántey de Anguiano, Guadalupe; Noemí Levy. (comp.) (1998) *Desorden Monetario Mundial y su Impacto en el Sistema Financiero Mexicano*, UNAM, México, DF.
 30. _____ (2003) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Porrúa, México, DF. (Por publicarse)
 31. Mckinnon, Ronald I. (1974) *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, CEMLA.
 32. Miles, David K.; Joe Wilcox. (1991) “*The money transmission mechanism*”. En: Christopher J. Green y David T. Llewellyn (Ed.). *Surveys in Monetary Economics Vol. 1: Monetary Theory and Policy*. Blackwell, Oxford, UK, 1991.
 33. Minsky, Hyman P. (1975) *Las Razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México, DF, 1987.
 34. Mishkin, Frederic S. (1998) *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Fifth edition. Addison Wesley, USA.
 35. Ricossa, Sergio.(1990) *Diccionario de Economía*, Siglo Veintiuno Editores, México, DF.
 36. Rochon, Louis Philippe. (1999) *Credit, Money and Production: an Alternative Post-Keynesian Approach*. Editorial Edward Elgar, Cheltenham, UK.
 37. Rousseas, Stephen. (1992) *Post Keynesian Monetary Economics*, second edition. Editorial M.E. Sharpe, New York.
 38. Stanford Jon D. (1982) *El Dinero, la Banca y la Actividad Económica*, Editorial Limusa, México, DF.
 39. Studart, Rogerio. (2003) “*Integración Financiera, Inestabilidad Y Desempeño Macroeconómico En Los Noventas: Posibles Conexiones Perversas*”, En: Mántey de Anguiano, Guadalupe; Noemí Levy (comp.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Porrúa, México, DF. (Por publicarse)
-

40. Toporowski, Jan. (1999) *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge, London, UK.
41. Vilariño Sanz, Ángel. (2001) *Turbulencias Financieras y Riesgo de Mercado*, Prentice Hall, Madrid, España.

ARTICULOS:

1. Álvarez Bejar, Alejandro (1995). “México 1995: Entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política” en *Investigación Económica*, número 212, abril-junio de 1995. Facultad de Economía, UNAM.
 2. Aparicio Cabrera, Abraham. (2001) “Un Sexenio de Restricción Monetaria: Evaluación Empírica”, *Economía Informa*, Numero 293, Dic-Ene 2001, Facultad de Economía, UNAM.
 3. Ascencio Pérez, Iris, Cabrera Hernández, Betzabé D.(1999) “La Oferta Monetaria en México: un Análisis de Exogeneidad”. *Economía Informa*, Numero 274, Febrero de 1999, pp.27-38. Facultad de Economía, UNAM.
 4. Asimakopulos, A. (1996) “Finance, Liquidity, Saving and Investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986, Vol. IX, No. 1.
 5. Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark. (1995) “Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”, *Journal of Economics Perspectives*, Vol.9, No. 4-Fall 1995, pp. 27-48.
 6. Chick, Victoria. (1986)“The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest”, *Economie et Societes*. 1986, 3 (september) pp.112-126.
 7. _____ (2001) “How best to study money”, (MIMEO).
 8. Cotarelli C.; Kourelis A. “Financial Structure, Bank Lending Rates and the Transmission Mechanism of Monetary Policy”, *IMF Staff Papers*, Vol. 41, No. 4 (December 1994).
 9. Crotty, James R. (1990)“Owner-Manager Conflict and Financial Theories of Invest Instability: a Critical Assessment of Keynes, Tobin, and Minsky”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 1990, Vol. 12, No.4
 10. Davidson, Paul. (1986) “Finance, Funding, Saving and Investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986, Vol. IX, No. 1.
 11. Girón González, Alicia; Levy Orlik, Noemí (2002) “El Sector Financiero Mexicano en los Noventas: De la Desregulación y Globalización a la Fragilidad Financiera”. (MIMEO)
 12. Gregory Mankiw N. (1992) “Curso Rápido sobre Macroeconomía”, *Investigación Económica*, número 201, julio-septiembre de 1992. Facultad de Economía, UNAM.
 13. Guillén R. Arturo. (1998) “Política Cambiaria y Desarrollo”, Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 6, Junio de 1998. *Bancomext*.
 14. Harvey, John T. (1996) “Orthodox Approaches to Exchange Rate Determination: a Survey”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 1996.
 15. Kregel, J. A. (1986) “A Note on Finance, Liquidity, Saving, and Investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986, Vol. 9, No. 1.
 16. Lavoie, Marc.(1984) “The Endogenous Flows of Credit and Postkeynesian Theory of Money”, *Journal of Economics Issues*, Septiembre 1984.
 17. Levy Orlik, Noemí; Mántey de Aguiano, Guadalupe. (2002) “Endogenous Money and Accommodating Monetary Policy in Emerging Economies with Oligopolistic Banking”
-

18. _____ (1999) “Cambios Institucionales y su Efecto Sobre el Fondo de la Inversión 1960-1994. Ideas Generales”, *Investigación Económica*, Vol. LIX: 229, julio - septiembre de 1999, pp.75-119.
 19. _____ (2002-a) “Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria: Adecuaciones y Distorsiones” (2002-mimeo)
 20. _____(2002-b) “Los Cambios Institucionales y su Efecto Sobre la Estructura Financiera: Modificación de los Agregados Monetarios”. MIMEO
 21. Lustig, Nora (1997) “Los Estados Unidos al Rescate: La Asistencia Financiera a México en 1982 y 1995” en *Revista de la CEPAL* 61, Abril de 1997.
 22. Mantey de Anguiano, Guadalupe. (1996) “Liberalización Financiera con Oligopolio Bancario: Penalización al Ahorro y la Inversión Productiva”, *Problemas del Desarrollo*, Vol. 27, núm. 107, México, IIEc-UNAM octubre-diciembre 1996.
 23. _____ (1999) “Inconsistencias Teóricas en el Análisis del Banco de México: Informe anual 1998”, *Momento Económico*, Núm. 105 septiembre-octubre 1999, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.
 24. _____ (1999) “Políticas Monetaria y Cambiaria para el Crecimiento con Flujos de Capital Externo Volátiles”, *Comercio Exterior*, Vol. 49, Núm. 5 Mayo de 1999. Bancomext
 25. _____ (2002) “Política Monetaria con Oligopolio Bancario: El Gobierno como Emisor de Última Instancia y el Sobreendeudamiento en México”, *Momento Económico*, núm. 120, marzo-abril 2002, México, IIEs-UNAM.
 26. Martínez, Lorenza; Oscar Sánchez; Alejandro Werner. (2001) “Consideraciones sobre la Conducción de la Política Monetaria y el Mecanismo de Transmisión en México”, Marzo 2001, Documento de Investigación No. 2001-02, Banco de México. WWW.BANXICO.ORG.
 27. Mishkin, Frederic S. (1995) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, *Journal of Economic Perspectives*. Vol.9, No. 4 - fall 1995- pages 3-10.
 28. Moore B.J. (1989) “On the Endogeneity of Money Once More”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring 1989.
 29. _____ (1989-b) “The endogenous money stock”, *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring 1989.
 30. Nigle, Christopher J. (1991) “The endogenous Money Supply Theory: An Institutional Appraisal”, *Journal of Economic Issues*, Vol. XXV No. 1 March 1991.
 31. Papadimitriou, Dimitri B.; L. Randall Wray. (1996) “Targeting Inflation”. Public policy brief No. 27/1996. The Jerome Levy Economics Institute. WWW.LEVY.ORG
 32. Papadimitriou Dimitri B.; L. Randall Wray. (1999) “Minsky’s Analysis of Financial Capitalism”, Working paper 275, July 1999, WWW.LEVY.ORG. *Jerome Levy Economics Institute*.
 33. Pollin, Robert. (1991) “Two Theories of Money Supply Endogeneity; Some Empirical Evidence”, *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 13. No. 3, Spring 1991.
 42. Provencio, Marco. (1998) “Reformas al Sistema Financiero Mexicano”, *Economía Informa*, Número 208, Ago-Sep 1999. Facultad de Economía, UNAM.
 43. Rojas, Edgar; Pedro César Rodríguez. (1999) “El Papel De La Estructura Financiera En La Transmisión De La Política Monetaria”, *Monetaria*, enero – marzo, 1999.
 44. Schwartz Rosenhtal, Moisés; Mateos Hanel Calixto. (1997) “Metas De Inflación Como Instrumento De Política Monetaria”, Mayo, 1997. Documento de investigación 9702. Banco de México. WWW.BANXICO.ORG.
-

45. Schwartz Rosenthal, Moisés J. (1997) “Consideraciones Sobre La Instrumentación Práctica De La Política Monetaria”, Mayo 1997. Documento de investigación 9804. Banco de México. WWW.BANXICO.ORG.
46. Stiglitz J.; Weiss A. (1978) “Credit Rationing In Markets With Imperfect Information”, *Journal of Economic Perspectives*, 1978, Vol. 9, No.4.
47. Tobin J. (1978) “Monetary Policies And The Economy: The Transmission Mechanism”, *Souther Economic Journal*, January 1978, Vol. 44, No. 3.
48. Toporowski, Jan. (1999) “Monetary Policy in an Era of Capital Market Inflation”, Working Paper No. 279, September 1999, WWW.LEVY.ORG. Jerome Levy Economics Institute.
49. Wachtel, H. 1968. “The Union for Radical Political Economics: A Prospectus.” *Radicals in the Professions Newsletter* 1.10 (November-December): 17 – 19.
50. Wolfson, Martin H. (1996) “A Post Keynesian Theory Of Credit Rationing”, *Journal of Post Keynesian Economics*. Spring 1996, Vol. 18, No.3.
51. Joao Sicsú. (2001) “Credible Monetary Policy: A Post Keynesian Approach”, *Journal of Post Keynesian Economics*. Summer 2001, Vol. 23, No. 4.

FUENTES DE INFORMACIÓN ESTADÍSTICA Y ELECTRONICA:

1. FMI, *International Financial Statistics CD-ROM*, 2001.
 2. INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales*, varios años.
 3. *Informes Anuales de Banco de México*. 1988-2000
 4. *Informes sobre la Política Monetaria*. Banxico. 1995-2000
 5. *Programas de Política Monetaria*. Banxico. 1995-2000
 6. *Informe Anual de la Bolsa Mexicana de Valores* 1990-2000
 7. WWW.ECONOMAGIC.COM
 8. WWW.BANXICO.COM.MX
 9. WWW.CNBV.GOB.MX
 10. WWW.INEGI.GOB.MX
 11. WWW.LEVY.ORG
-