



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

Análisis del crecimiento de México en función de la política
monetaria instrumentada en el periodo 1973-2011

TESINA
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADA EN ECONOMÍA
PRESENTA:

Gómez Figueroa Irma Guendaviani

DIRECTOR DE TESINA
Dr. Eduardo Ramírez Cedillo



Ciudad Universitaria, México, Mayo 2013.



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.

AGRADECIMIENTOS.

Al finalizar tan arduo trabajo, lleno de dificultades es inevitable pensar que la mayor parte del mérito es el aporte propio. Sin embargo, tal aporte hubiese sido imposible sin la colaboración de ciertas personas que han facilitado las cosas para la realización de esta tesina.

Por tal, es un placer agradecer al Profesor Eduardo Ramírez Cedillo por aceptarme para realizar este trabajo bajo su dirección, su apoyo y su capacidad para guiar las ideas han sido fundamentales.

A mi padre, el Dr. Carlos Gómez, que sobre el apoyo personal, su ayuda en la investigación y el aporte de sus opiniones fueron clave en el desarrollo de este documento.

Asimismo, quiero agradecer sinceramente a Oscar Andrew por su disponibilidad y paciencia para la lectura de este trabajo, así como las sugerencias para el mejoramiento del mismo.

CONTENIDO

Introducción	1
I. <u>Capítulo I. Elementos teóricos de política económica</u>	4
1.1 <u>Políticas de estabilización. El modelo IS-LM</u>	4
1.2 <u>Los objetivos y los instrumentos de la política económica</u>	8
1.3 <u>La política monetaria</u>	9
1.4 <u>Diferentes enfoques de política económica</u>	20
1.4.1 <u>La teoría cuantitativa del dinero</u>	21
1.4.2 <u>El enfoque de John Maynard Keynes</u>	25
1.4.3 <u>Distintas corrientes keynesianas</u>	29
1.4.4 <u>La nueva economía keynesiana</u>	35
1.4.1 <u>El enfoque monetarista</u>	39
II. <u>Capítulo II. Política monetaria en México</u>	43
2.1 <u>El Banco de México</u>	43
2.1.1 <u>El Banco de México antes de su autonomía</u>	44
2.1.2 <u>El Banco de México como organismo autónomo</u>	47
2.1.3 <u>Las funciones del Banco de México</u>	47
2.2 <u>La política monetaria en 1973-1982</u>	55
2.3 <u>La política monetaria en 1983-1994</u>	59
2.4 <u>La política monetaria en 1994-2011</u>	65
III. <u>Capítulo III. ¿Los mecanismos de política monetaria han empujado al crecimiento económico mexicano?</u>	73
3.1 <u>Objetivos de inflación</u>	73
3.1.1 <u>Uso del “corto” en México</u>	75
3.1.2 <u>Tasa de interés objetivo</u>	81
3.2 <u>Impacto del manejo actual de la política monetaria en México, ¿la estabilidad de precios puede ayudar al crecimiento de México?</u>	82
Conclusiones	87
Bibliografía	90

INTRODUCCIÓN.

La inflación es uno de los problemas económicos más graves a los que se puede enfrentar una sociedad. Las principales consecuencias de la inflación se dan sobre la distribución del ingreso, ya que provoca efectos graves sobre ésta al haber una redistribución del ingreso que no es equitativa y además al afectar los precios afecta la producción de bienes, al encarecerlos y afectando el empleo de quienes forman parte del proceso productivo. Es por ello, que uno de los objetivos de la política económica en la mayor parte de los países en los últimos años ha sido el combate a la inflación

Entre los principales objetivos de la política económica a corto plazo figuran:

- Un nivel de empleo alto y estable
- Estabilidad de precios
- Equilibrio en la balanza de pagos

Para lograr estos objetivos se cuenta con tres categorías de instrumentos:

- Monetarios
- Fiscales
- Tipo de cambio

La relación entre los instrumentos y los objetivos no siempre es estrecha por lo que se seleccionan objetivos intermedios. La función de la política monetaria es la gestión del dinero para influir sobre las variables como la producción, la tasa de interés, los precios y el tipo de cambio, generalmente es usada como política de estabilización de una economía. Como se ha considerado que la política monetaria sólo tiene efecto sobre variables nominales, se le ha asignado a lograr el objetivo de estabilidad de precios.

Existen diversos canales a través de los cuales las medidas de política monetaria, que se resumen como las variaciones de la oferta monetaria o de la tasa de interés nominal a corto plazo, inciden sobre variables reales tales como la producción agregada y el empleo.

Según el canal de la tasa de interés keynesiano tradicional, un aumento de la tasa de interés nominal a corto plazo derivado de la aplicación de una política determinada da origen en primer lugar a un aumento de las tasas de interés nominales a más largo plazo, debido a que los inversionistas actúan para arbitrar las diferencias de los rendimientos esperados ajustados en función del riesgo sobre instrumentos de deuda

de diversos vencimientos, según se describe en la hipótesis de expectativas de la estructura temporal. Cuando los precios nominales se ajustan lentamente, estas variaciones de las tasas de interés nominales también se traducen en variaciones de las tasas de interés reales. Las empresas, al constatar el aumento del costo real de los créditos a cualquier plazo, reducen sus gastos de inversión. Asimismo, los hogares, ante el aumento de los costos reales de los créditos, limitan sus compras de casas, automóviles y otros bienes duraderos. La producción agregada y el empleo disminuyen. Este canal de la tasa de interés es central en el modelo IS-LM que se verá en el primer capítulo. Cabe mencionar que el modelo IS-LM es uno de los factores influyentes en la nueva economía keynesiana seguida actualmente por los hacedores de política monetaria.

Hasta hace aproximadamente veinte años la mayor parte de los bancos centrales en el mundo habían seguido la estrategia de tener como objetivo intermedio un agregado monetario, ya que se consideraba vigente la teoría cuantitativa del dinero, específicamente la versión transacciones de la misma que en términos dinámicos significa que los cambios en la cantidad de dinero en circulación provocan cambios iguales en la inflación. Así, para controlar la inflación, lograr el objetivo de estabilidad de precios, bastaba con restringir la oferta monetaria a través de un agregado monetario. La razón para seleccionar un agregado monetario como objetivo intermedio de la política monetaria era que se consideraba que había una estrecha relación entre, por ejemplo, la base monetaria y el nivel de precios. A finales de la década de los ochenta, diversos estudios empíricos habían demostrado que en realidad esa relación no era tan estrecha por lo que diversos Bancos Centrales, de los cuales el Banco de Nueva Zelandia en 1990 fue el primero¹, comenzaron a cambiar su estrategia de política monetaria y a establecer un objetivo de inflación de manera directa. Lo que ha significado tener como objetivo intermedio una tasa de interés de corto plazo y ya no un agregado monetario. Se establece como objetivo de mediano y largo plazo una tasa de inflación a un nivel bajo. En el caso de México, desde el año 2003 se estableció como objetivo permanente de inflación el 3% con variación de un punto porcentual hacia arriba y hacia abajo².

El objetivo de éste trabajo es mostrar el impacto que el uso de la política monetaria ha tenido en la economía mexicana entre 1973 y 2011. Asimismo, se analiza si el objetivo final de la política monetaria, el control de la inflación, ha empujado al crecimiento económico.

¹ Banxico (a), 2012:1

² Banco de México (a), 2012:2.

Para lograr lo anterior, en el primer capítulo quedan sentadas las bases de los elementos teóricos de la política macroeconómica, el uso de la política fiscal y monetaria. Se pone énfasis en la definición y función de la política monetaria y sus corrientes de pensamiento, esto con el fin de apoyar a la comprensión del trabajo. Asimismo, se presenta uno de los modelos macroeconómicos que ayuda a explicar el funcionamiento de la política monetaria, el modelo IS-LM, ya que este modelo sirve para mostrar cómo funciona la política monetaria y la política fiscal, lo cual da una mejor visión del hacer de la política monetaria.

Posteriormente, en el segundo capítulo se hace una revisión de la política monetaria por etapas entre los años de 1973 y 2011, se divide en tres etapas que denotan las distintas modalidades que se han tenido en el uso de los instrumentos monetarios para el logro del crecimiento económico y la estabilidad de precios. Durante este periodo es importante estudiar el mecanismo mediante el cual se llevó a cabo la conducción de la política monetaria, el papel desempeñado por el régimen jurídico del Banco de México en el logro de la estabilidad de precios, y la relación entre la estrategia de política monetaria seguida por el banco central y el crecimiento. Es de gran importancia revisar dichos periodos, ya que permite observar la manera en que la inflación se ha hecho presente en la economía y observar la manera en que ésta ha afectado en el proceso de crecimiento económico.

Por último, en el capítulo tercero se analiza el papel de la política monetaria en su última etapa que ha sido el "esquema de objetivos de inflación", se observa cómo ha funcionado la economía en este período y si ha sido positivo para el crecimiento.

CAPÍTULO I. ELEMENTOS TEÓRICOS DE POLÍTICA ECONÓMICA.

En el primer capítulo, se analiza un modelo para estudiar las fluctuaciones económicas: el modelo IS-LM, y ver cómo influyen en la economía los cambios de política económica, dicho modelo constituye el marco básico para analizar la demanda agregada. Así mismo, se explica de manera breve la política económica. Para poder entender la manera en que la política monetaria ha influido en el crecimiento económico es necesario comprender la función de la política económica para el desarrollo de un país. Por ésta razón se dedica un capítulo a dicho tema.

1.1. POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN. EL MODELO IS-LM.

La economía no va en forma lineal y continua, existen situaciones alternadas de expansión y contracción que alteran el ciclo económico, siendo éstas las fluctuaciones económicas. El ciclo económico es aquella fluctuación que se presenta en la actividad económica, consiste en expansiones, seguidas por recesiones y contracciones. El modelo que se verá en este capítulo mostrará cómo influye la política monetaria y fiscal en el ciclo económico, la política puede estabilizar las fluctuaciones económicas o, por el contrario, exacerbarlas.

El modelo IS-LM que se verá más adelante está basado en las fluctuaciones a corto plazo, donde se supone a los precios rígidos. Cuando los precios son rígidos, la producción también depende de la demanda de bienes y servicios. La demanda, a su vez, depende de la política monetaria, la política fiscal y algunos otros factores. Por tanto, la rigidez de los precios explica la utilidad de la política monetaria y fiscal para estabilizar la economía a corto plazo.

En este modelo se presenta al conjunto de la economía, es decir, el modelo de oferta y demanda agregada. Por un lado, la demanda agregada (DA) es la relación entre la cantidad demandada de producción y el nivel agregado de precios, la curva de demanda agregada indica la cantidad de bienes y servicios que comprará la gente a diferentes niveles de precios. Y por el otro lado, la oferta agregada (OA) es la relación entre la cantidad de bienes y servicios ofrecidos y el nivel de precios. Las curvas de demanda agregada y de oferta agregada determinan conjuntamente el nivel de precios y la cantidad de producción. (Mankiw, 1997: pp. 282-288)

Las variaciones de estas curvas las denominan como perturbaciones de la economía. Las perturbaciones alteran el bienestar económico al alejar a la producción y al empleo

de sus niveles naturales. El modelo de oferta y demanda agregada permite observar que dichas perturbaciones provocan fluctuaciones económicas. El modelo también es útil para ver cuál debe ser la respuesta de la política macroeconómica a tales perturbaciones, con el fin de amortiguar las fluctuaciones resultantes. La política de estabilización es aquella que aspira a mantener la producción y el empleo en sus niveles naturales. Como la oferta monetaria influye poderosamente en la demanda agregada, la política monetaria constituye un importante componente de la política de estabilización.

¿Cómo afectan las perturbaciones de las curvas de OA y DA? En cuanto a la demanda agregada, suponiendo un aumento en la velocidad del dinero y la oferta monetaria constante, el aumento en la velocidad hará que el gasto nominal aumente y la curva de demanda agregada se desplace hacia afuera. A corto plazo, el aumento de la demanda eleva la producción de la economía y provoca una expansión económica. A los antiguos precios, las empresas venden más, por tanto, contratan más trabajadores y ocupan más equipo. El alto nivel de demanda agregada presiona al alza a los precios y a los salarios. Mientras los precios suben, disminuye la cantidad demandada de producción y la economía se aproxima gradualmente a la tasa natural de producción. Pero durante la transición al nivel de precios más alto, la producción de la economía es mayor que la tasa natural. El banco central puede reducir la oferta monetaria con el fin de contrarrestar el aumento de la velocidad. De esa forma, estabilizaría la demanda agregada. Así, el banco central puede reducir o incluso eliminar la influencia de las perturbaciones de la demanda en la producción y en el empleo si puede controlar adecuadamente la oferta monetaria.

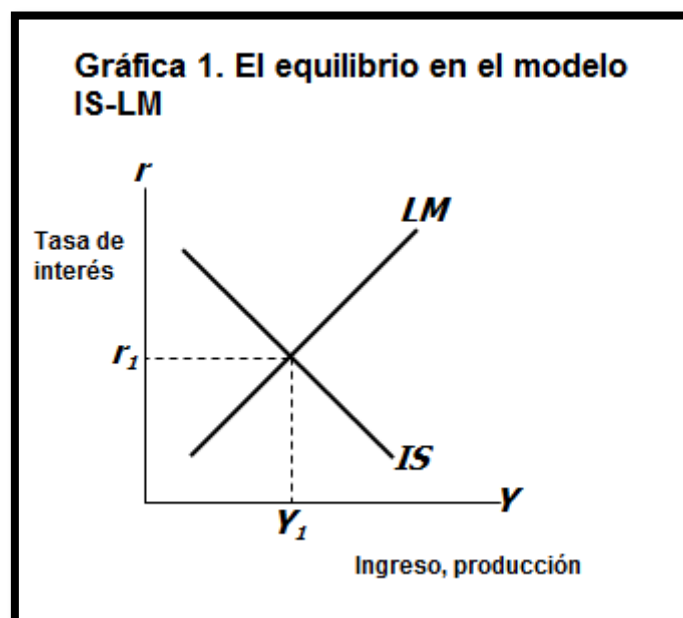
Con respecto a las perturbaciones de la oferta agregada, al igual que las perturbaciones de la demanda agregada, pueden provocar fluctuaciones económicas. Una perturbación de la oferta es una perturbación de la economía que altera el costo de producción de bienes y servicios, y por tanto, los precios que cobran las empresas. Como afectan directamente al nivel de precios, a veces se denominan perturbaciones de los precios. Toda perturbación negativa de la oferta presionan al alza a los costos y a los precios. (Mankiw, 1997: pp. 300-302)

Ahora se introducirá al Gobierno para influir en la demanda agregada tanto con la política monetaria como con la política fiscal. El modelo de la demanda agregada, el modelo IS-LM, muestra las combinaciones de producción y tasas de interés que determinan el nivel de equilibrio de una economía. Mientras las acciones tanto de política monetaria como de política fiscal es como se dan las combinaciones de

variables que son utilizadas por ambas, es que se obtienen las variables requeridas. El cruce de las curvas IS y LM representa el nivel de equilibrio de los mercados de bienes y servicios y el mercado de dinero, que a su vez determina la demanda agregada y los precios.

La curva IS representa la relación entre la tasa de interés y el nivel de ingresos que surge en el mercado de bienes y servicios. Cuanta más alta sea la tasa de interés, menor será el nivel de inversión planeada y, por tanto, menor es el nivel de ingresos, así, la curva tendrá pendiente negativa, Su variable operativa es el gasto de gobierno (G). (Mankiw, 1997: pp. 310)

La curva LM representa la relación entre la tasa de interés y el nivel de ingresos que surge en el mercado de saldos monetarios, cuanto más alto es el nivel de ingresos, más elevada es la demanda de saldos monetarios reales y más alta es la tasa de interés de equilibrio, así la curva LM tiene pendiente positiva, Su variable operativa son los saldos reales (M/P). La curva IS y LM determinan conjuntamente el equilibrio de la economía. Como se observa en la gráfica 1, el punto de intersección de las curvas IS y LM representa el equilibrio simultáneo del mercado de bienes y servicios y del mercado de saldos monetarios reales.



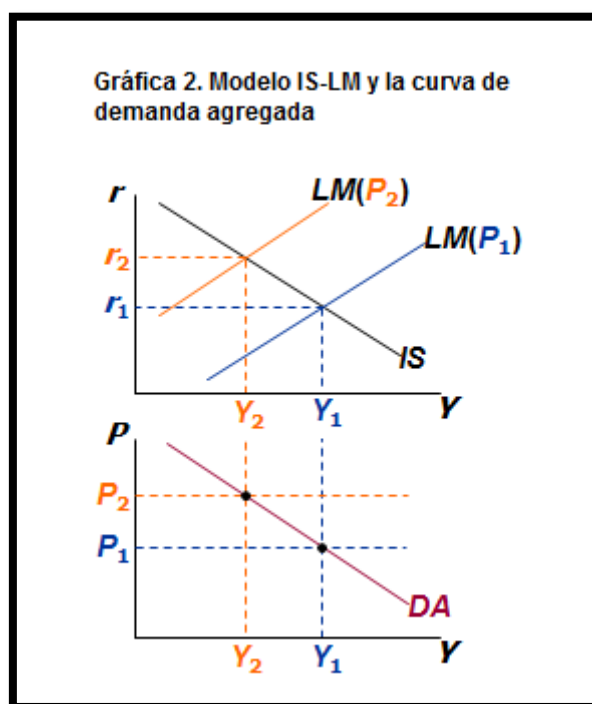
Fuente: Gregory, Mankiw (1997), Macroeconomía, Antoni Bosch, p. 333

Los cambios de política y las perturbaciones exógenas de la economía pueden provocar un desplazamiento de las curvas IS-LM. Los cambios en la política fiscal desplazan la curva IS y en la política monetaria desplaza la curva LM. La reducción de los impuestos eleva tanto el ingreso como la tasa de interés. Asimismo, una expansión

fiscal eleva la tasa de interés y reduce la inversión privada. Por otro lado, los cambios en la política monetaria desplazan la curva LM, así, un aumento en la oferta monetaria reduce la tasa de interés y eleva el nivel de ingresos, a su vez, el modelo IS-LM muestra que la política monetaria influye en el ingreso al alterar la tasa de interés, lo que estimula la inversión y eleva la demanda de bienes y servicios.

Se ha utilizado el modelo IS-LM para explicar el ingreso nacional a corto plazo, cuando el nivel de precios se mantiene fijo. Para examinar cómo se ajusta dicho modelo en el de oferta y demanda agregadas, se mostrará que ocurre en el modelo IS-LM cuando varía el nivel de precios. (Mankiw, 1997: pp. 339-342)

El modelo IS-LM implica la existencia de una relación negativa entre el nivel de precios y el ingreso nacional, es decir, si sube el nivel de precios, se reduce la oferta de saldos monetarios reales, lo cual desplaza la curva LM en sentido ascendente, elevando la tasa de interés y reduciendo el nivel de ingresos de equilibrio, la gráfica 2 muestra estos desplazamientos.



Fuente: Gregory, Mankiw (1997), Macroeconomía, Antoni Bosch, p. 348

En resumen, una política fiscal expansiva (un aumento de las compras del Estado o una reducción de los impuestos) desplaza la curva IS hacia la derecha. Este desplazamiento de la curva IS eleva la tasa de interés y el ingreso. El aumento del ingreso representa un desplazamiento de la curva de demanda agregada hacia la

derecha. Asimismo, una política fiscal contractiva desplaza la curva IS hacia la izquierda, reduce la tasa de interés y el ingreso, y desplaza la curva de demanda agregada hacia la izquierda.

Mientras, una política monetaria expansiva desplaza la curva LM en sentido descendente. Este desplazamiento de la curva LM reduce la tasa de interés y eleva el ingreso. El aumento del ingreso representa un desplazamiento de la curva de demanda agregada hacia la derecha. Asimismo, una política monetaria contractiva desplaza la curva LM en sentido ascendente, eleva la tasa de interés, reduce el ingreso y desplaza la curva de demanda agregada hacia la izquierda.

¿Cuál es el instrumento de política del Banco Central? El Banco Central fija como objetivo la tasa de interés que los bancos se cobran entre sí por depósitos de un día. El Banco Central cambia la oferta de dinero y desplaza la curva LM para alcanzar su objetivo. Las demás tasas a corto plazo generalmente se desplazan siguiendo la tasa que fija el Banco Central.

¿Por qué el Banco Central fija como objetivo las tasas de interés en lugar de la oferta de dinero? Una, son más fáciles de medir que la oferta de dinero. Y el banco central puede pensar que las perturbaciones sobre la curva LM son más frecuentes que las perturbaciones sobre la curva IS. Si esto es así, entonces fijar como objetivo las tasas de interés estabiliza la economía mejor que fijar como objetivo la oferta de dinero.

Ahora que se ha visto cómo influyen los cambios en las políticas económicas en la economía, se podrá entender de mejor manera como ha funcionado e influido la política en la economía mexicana.

1.2. LOS OBJETIVOS Y LOS INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA.

Los objetivos que normalmente figuran en cualquier programa de política económica son los siguientes (Cuadrado, 2001:54):

- El crecimiento económico, entendido como el aumento de la producción del país.
- El logro del máximo nivel de empleo posible.
- La estabilidad de precios, entendida como una baja tasa de inflación, normalmente entre 2% y 4%.
- Calidad de vida y conservación del medio ambiente.

- Una distribución más equitativa del ingreso y la riqueza.

Los instrumentos son los medios que emplean los responsables de la política económica para lograr sus fines u objetivos, mientras que la medida es el empleo de un instrumento en un caso particular.

La política monetaria consiste esencialmente en la manipulación de la oferta monetaria, las tasas de interés, el crédito y/o el tipo de cambio por parte del Banco Central, con el fin de influir en el nivel de la actividad económica, del empleo, del saldo de la balanza de pagos y, principalmente, de los precios.

Por otro lado, la política fiscal es el conjunto de decisiones que afectan al nivel o a la composición de los gastos públicos, así como al peso, estructura o frecuencia de los pagos impositivos.

La política fiscal es la que dirige y controla estos gastos e ingresos, así como la administración de la deuda pública en una forma que tiene pleno conocimiento del efecto de estas operaciones sobre la asignación de los recursos y la corriente de fondos y, por lo tanto, de su influencia sobre los niveles de ingreso, precios, empleo y producción. (Shapiro, 1979:492).

Como este trabajo trata sobre la política monetaria, después de esta panorámica, a continuación se abordarán los aspectos teóricos fundamentales de la política monetaria, y se mostrarán los distintos enfoques.

1.3 LA POLÍTICA MONETARIA.

Si bien el objetivo de este trabajo no es explicar las fluctuaciones económicas, resulta importante hacer mención de éstas debido a que el objetivo de la política económica es contrarrestar los efectos de estas fluctuaciones. Por tal motivo se hace una breve introducción de dichas fluctuaciones.

Gran parte de las variables macroeconómicas como la producción, el consumo, la inversión y el empleo muestran fluctuaciones irregulares en el crecimiento a largo plazo, a estas fluctuaciones se les conoce como ciclos económicos que son resultado de alteraciones de tipo real o monetario, causando a su vez que la economía se encuentre en diferentes niveles respecto al pleno empleo. Los ciclos económicos perturban a los sectores económicos modificando los precios y las tasas de interés. (ICE, 2011:72)

De acuerdo con Neira (2011) se pueden clasificar en dos tipos a las teorías de ciclo económico:

- 1) Teorías del ciclo exógeno que como su nombre lo indica atribuyen las fluctuaciones cíclicas a perturbaciones aleatorias externas.
- 2) Teorías del ciclo endógeno que señalan como origen de las fluctuaciones al funcionamiento del sistema económico.

Esto tiene grandes implicaciones de política económica. En el primer tipo, fundamentalmente el enfoque monetarista y el neoclásico descalifican la intervención del Estado para estabilizar la economía. Por el contrario, el modelo endógeno, como el enfoque keynesiano, plantean una mayor intervención del Estado.

A continuación se desarrollará la política monetaria de manera general para después clasificarla por diferentes corrientes de pensamiento.

Por política monetaria se entiende al conjunto de acciones mediante las cuales el Banco Central (la autoridad monetaria) determina las condiciones con las que proporciona el dinero que circula en la economía, con lo que influye en el desempeño de la tasa de interés de corto plazo (Banxico (a), 1).

El objetivo último es la meta que las autoridades pretenden conseguir a largo plazo. En ocasiones también se asigna a la política monetaria la consecución del equilibrio externo. En la actualidad es ampliamente aceptado que el principal objetivo de la política monetaria debe ser la estabilidad de precios.

Los bancos centrales intentan alcanzar la estabilidad de precios a través de dos vías:

- Intentando infundir confianza para que los agentes económicos esperen que se va a producir la estabilidad y no la provoquen ellos mismos, y
- Controlando la base monetaria a través de los instrumentos propios de la política monetaria para conseguir determinados objetivos macroeconómicos.

A menudo se establecen objetivos intermedios. La existencia de un objetivo intermedio simplifica la tarea del banco central, que se limita a intentar alcanzarlo, sin preocuparse del objetivo último, que espera conseguir en la medida en que consiga el intermedio.

Aunque la autoridad monetaria no establezca un objetivo intermedio, utiliza indicadores para conocer las influencias que están actuando sobre la variable objetivo último y los efectos de sus propias acciones, así como para informar al público acerca de sus intenciones.

La actuación diaria del banco central consistirá en el control de una variable instrumental de manera que pueda cumplir su objetivo intermedio y su objetivo último. En aquellas economías en las que el Banco Central tiene un mayor grado de autonomía, es él quien suele responsabilizarse de fijar el nivel de inflación que considere deseable alcanzar.

EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA.

Los mecanismos de transmisión monetaria describen las formas en que las variaciones de la base monetaria o de la tasa de interés nominal a corto plazo, derivadas de una política determinada afectan a variables reales tales como el producto interno bruto (PIB) y el empleo (Ireland, 2006: 2). Esto no impide que el principal objetivo de las autoridades monetarias sea la estabilidad de precios, una variable nominal, pero sí permite que la consecución de dicho objetivo sea acompañada de una orientación a la suavización del ciclo económico, sobre todo cuando ya se ha conseguido el objetivo de estabilidad de precios (Mies, Morandé y Tapia, 2004:3). Estos mecanismos son importantes porque de su determinación depende el establecimiento de los objetivos de política y su efecto previsible (Lafuente, 1996:1).

Los pasivos del banco central incluyen a los dos componentes de la base monetaria: los billetes y monedas y las reservas bancarias, por lo que el banco central controla la base monetaria. Las medidas de política monetaria comienzan normalmente cuando el banco central modifica la base monetaria a través de una Operación de Mercado Abierto³ (OMA), comprando valores, generalmente bonos del gobierno, para aumentar la base monetaria o vendiendo valores para reducirla (Ireland, 2006:2).

³ Las OMA son operaciones de compra-venta de títulos públicos realizada por el Banco central en el mercado abierto. Un banco central busca equilibrar los excedentes o faltantes de liquidez para que éstos no tengan un impacto sobre las tasas de interés del mercado de dinero y eventualmente sobre la inflación. Las OMA son el principal instrumento que el Banco de México utiliza para administrar la liquidez de corto plazo ya sea proveyendo fondos o retirando recursos. Las operaciones para inyectar recursos se hacen a través de subastas de crédito o compra de valores en directo o en reporto, y las operaciones para retirar liquidez mediante subastas de depósitos o venta de valores en directo o en reporto.

Para que estos movimientos de la base monetaria derivados de la aplicación de una política determinada, repercutan más allá de sus efectos inmediatos sobre el balance del banco central, otros agentes económicos no deberán tener la capacidad de compensarlos exactamente modificando la cantidad o composición de sus propios pasivos. Por lo anterior, toda teoría o modelo del mecanismo de transmisión monetaria debe suponer que no existen valores emitidos por el sector privado que sustituyan los componentes de la base monetaria de forma perfecta. Para que tengan efectos reales los movimientos de la base monetaria derivados de la aplicación de una política monetaria determinada, los precios nominales no deberán ser capaces de responder inmediatamente a esos movimientos de forma tal que mantengan constante el valor real de la base monetaria. Por lo tanto, toda teoría o modelo del mecanismo de transmisión debe suponer además que cierta fricción en la economía impide que los precios nominales se ajusten en forma inmediata y proporcional a algunas variaciones de la base monetaria (Ireland, 2006:2).

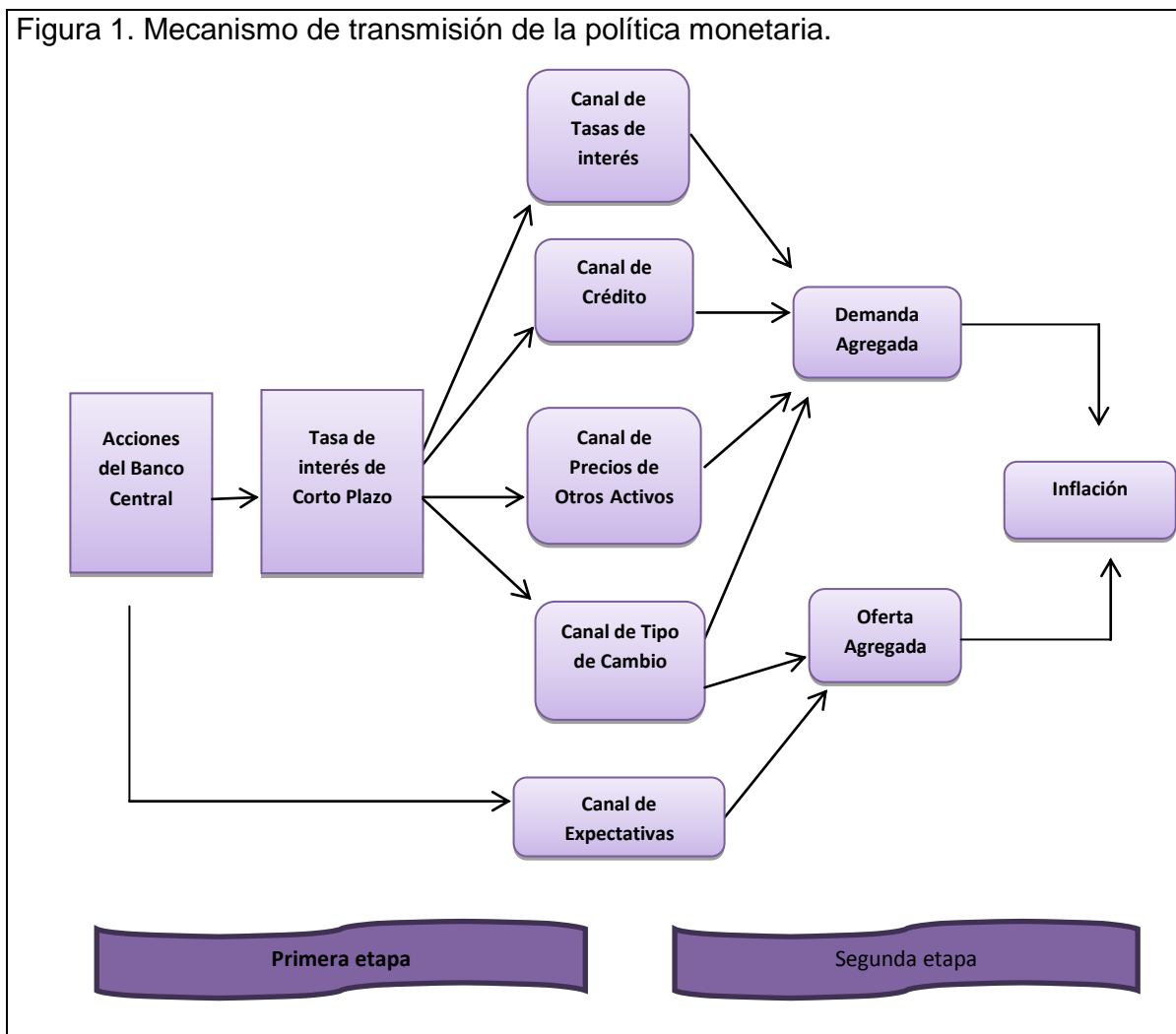
Cabe destacar que parte importante de los mecanismos de transmisión depende de imperfecciones de mercado, las que van desde el efecto primario de la política monetaria de corto plazo sobre las tasas de interés reales de mercado a diferentes plazos, hasta las asimetrías de información entre agentes económicos, quienes juegan un papel central en el llamado canal del crédito. En una economía sin rigideces, con información perfecta y mercados financieros completos, la política monetaria no tendría otra función que determinar la tasa de inflación (Mies, Morandé y Tapia, 2004:5).

En términos generales, la política monetaria se transmitiría de la siguiente manera: las variaciones en la cantidad de dinero, considerado como un activo, provocan un desequilibrio en la estructura de riqueza de los sujetos y son los cambios que se producen en la composición de la cartera para volver al equilibrio los que activan la transmisión de la esfera monetaria a la real. Estos ajustes alteran las tasas de interés de los activos y, ya sea por un efecto directo de la tasa de interés sobre el gasto o indirectamente a través de la modificación del valor de los activos existentes, se modificaría el producto (Lafuente, 1996: 8).

En la figura 1 se muestra el mecanismo de transmisión de la política monetaria, esto es la forma en que los cambios en la tasa de interés repercuten en el objetivo final de la política monetaria que es la inflación. La política monetaria no sólo afecta a la demanda agregada sino también a la oferta agregada. Existen cinco canales mediante

los cuales los cambios en la tasa de interés de corto plazo afectan a la inflación a través de los cambios en la oferta y en la demanda agregada.

Figura 1. Mecanismo de transmisión de la política monetaria.



Fuente: Banco de México, Efectos de la Política Monetaria sobre la Economía. P.2.

Veamos a continuación cada uno de estos canales con cierto detalle:

a) **Canal de tasas de interés.** El banco central provoca, mediante variaciones en la cantidad de dinero, cambios en la tasa de interés nominal que, dada alguna rigidez en el mecanismo de ajuste de la economía, se traducen en variaciones de la tasa de interés real con efectos sobre el consumo y la inversión (incluidos los inventarios) y, por consiguiente, sobre el nivel de producto y los precios. La efectividad de la política monetaria dependerá no sólo de su capacidad de afectar la tasa de interés real, sino también de la sensibilidad del consumo y la inversión frente a esta variable. La elasticidad de la demanda agregada a la tasa de interés moldeará la forma, velocidad e intensidad del efecto de la política monetaria sobre la economía. Adicionalmente, el alza de la tasa de interés no sólo provocará un efecto sustitución que desalentará la

inversión y el consumo, sino que también efectos riqueza que dependerán de la posición deudora y acreedora de los agentes de la economía (Mies, Morandé y Tapia, 2004: 10);

b) **Canal de crédito.** Un aumento en las tasas de interés disminuye la disponibilidad de crédito en la economía para inversión y consumo. Por una parte, el aumento en las tasas de interés encarece el costo del crédito y la cantidad demandada del mismo disminuye. Por otra, la oferta de crédito también puede reducirse, en virtud de que una tasa de interés real mayor puede implicar mayor riesgo de recuperación de cartera, a lo que los intermediarios financieros típicamente reaccionan racionando el crédito. La disminución del consumo y la inversión se traduce a su vez en una disminución en la demanda agregada y consecuentemente en una menor inflación (Banxico, (b): 3)

c) **Canal de precios de otros activos.** El canal de activos se basa en la existencia de un conjunto de activos más amplio que la visión simple de bonos y dinero adoptada en el canal de tasas de interés. La teoría q sobre la inversión de Tobin (1969) y la teoría del ciclo vital de Ando y Modigliani (1963) señalan canales de precios de los otros activos adicionales al dinero y los bonos.

La q de Tobin se define como el valor de mercado de la empresa entre el costo de reemplazo del capital de la misma. Siguiendo esta definición, si el valor de mercado de las acciones de las empresas es relativamente mayor al costo de reemplazo del capital, la compañía aumenta su gasto de inversión en nuevas plantas y equipos. Para hacer esta nueva inversión, las empresas pueden emitir acciones y obtener un precio más alto por ellas en relación al costo de las plantas y equipo que están cobrando. Si por el contrario se tiene una q pequeña, las empresas no compran bienes de inversión porque el valor de mercado de la compañía es relativamente menor al costo de reemplazo de capital.

Ahora bien, cuando el banco central realiza una política monetaria expansionista ($\uparrow M$), la tasa de interés de los bonos baja y esto hace que se vuelva relativamente menos atractivo invertir en estos instrumentos que en acciones y por ello su precio aumenta ($\uparrow P$), esto hace que aumente la q de Tobin ($\uparrow q$), con lo cual las empresas incrementan su gasto en inversión ($\uparrow I$) y se incrementa el producto ($\uparrow Y$) (Guzmán y Padilla, 2009:50). En forma esquemática este canal de transmisión es el siguiente:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P \Rightarrow \uparrow q \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

La teoría del ciclo de vida del consumo de Ando y Modigliani considera que la riqueza y el ingreso son determinantes fundamentales del gasto de los consumidores. Esta teoría también identifica un canal de transmisión: si los precios de las acciones bajan luego de una restricción monetaria, la riqueza de los hogares disminuye, ocasionando una disminución del consumo, la producción y el empleo (Ireland, 2006:5). A la inversa, cuando el precio de las acciones aumenta, debido a un incremento en la demanda a causa de una expansión monetaria, la riqueza de los agentes económicos que poseen acciones se incrementa ($\uparrow W$), con ello el consumo aumenta ($\uparrow C$) y finalmente el ingreso ($\uparrow Y$). Este canal de transmisión es el siguiente (Guzmán y Padilla, 2009:51):

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P \Rightarrow \uparrow W \Rightarrow \uparrow C \Rightarrow \uparrow Y$$

Un caso particular de este canal de transmisión es la visión monetarista, resumida por Meltzer (1995). Según este autor, las variaciones de los precios de los activos además de las que se reflejan solamente en las tasas de interés juegan un papel central en las descripciones monetaristas del mecanismo de transmisión. La política monetaria no tiene impacto sólo sobre las tasas de interés, sino sobre un amplio conjunto de precios de activos, lo que genera un efecto riqueza adicional que, normalmente, refuerza el efecto directo sobre consumo, inversión y trabajo causado por el movimiento de la tasa de interés de política. Así, un cambio relativamente pequeño en la política monetaria puede tener un efecto importante sobre la actividad a través de un cambio significativo en el valor de un activo con un alto porcentaje en el portafolio de riqueza de los agentes económicos. (Mies, Morandé y Tapia, 2004:12).

d) El canal del tipo de cambio. Cuando la tasa de interés nominal interna sube por encima del nivel de la tasa de interés externa, aumenta el atractivo de los activos financieros en moneda nacional para los inversionistas internacionales. El tipo de cambio debe moverse a un nivel donde los inversionistas esperen una depreciación futura lo suficientemente grande para igualar el retorno esperado entre activos internos y externos. El resultado es una apreciación instantánea del tipo de cambio. Dicha apreciación encarece las exportaciones y abarata las importaciones, generando con ello una caída en las exportaciones netas y en la demanda agregada. Además, el tipo de cambio afecta directamente la inflación a través del componente de las importaciones. La apreciación del tipo de cambio genera una disminución en el costo de los insumos importados, siendo así menores los costos para las empresas, lo que afecta favorablemente a la inflación. (Mies, Morandé y Tapia, 2004: 15).

e) El canal de las expectativas. Las decisiones de política monetaria tienen efectos sobre las expectativas acerca del desempeño futuro de la economía y, en particular, el de los precios. Es con base en dichas expectativas que los agentes económicos realizan el proceso por el cual determinan sus precios. A su vez, las expectativas de inflación tienen efectos sobre las tasas de interés y éstas sobre la demanda y oferta agregada a través de los otros canales de transmisión. Cabe destacar que las previsiones sobre costos e ingresos futuros de las empresas son muy importantes para determinar los precios y niveles de producción de los bienes y servicios que éstas ofrecen (Banxico (b), 4).

ELECCIÓN DEL OBJETIVO INTERMEDIO

De lo abordado anteriormente, queda claro que el mecanismo de transmisión de la política monetaria es bastante complejo. Por esta razón, los bancos centrales utilizan objetivos para guiar sus decisiones de política. Existen dos grandes estrategias que los bancos centrales adoptan al utilizar sus instrumentos de política para controlar la inflación:

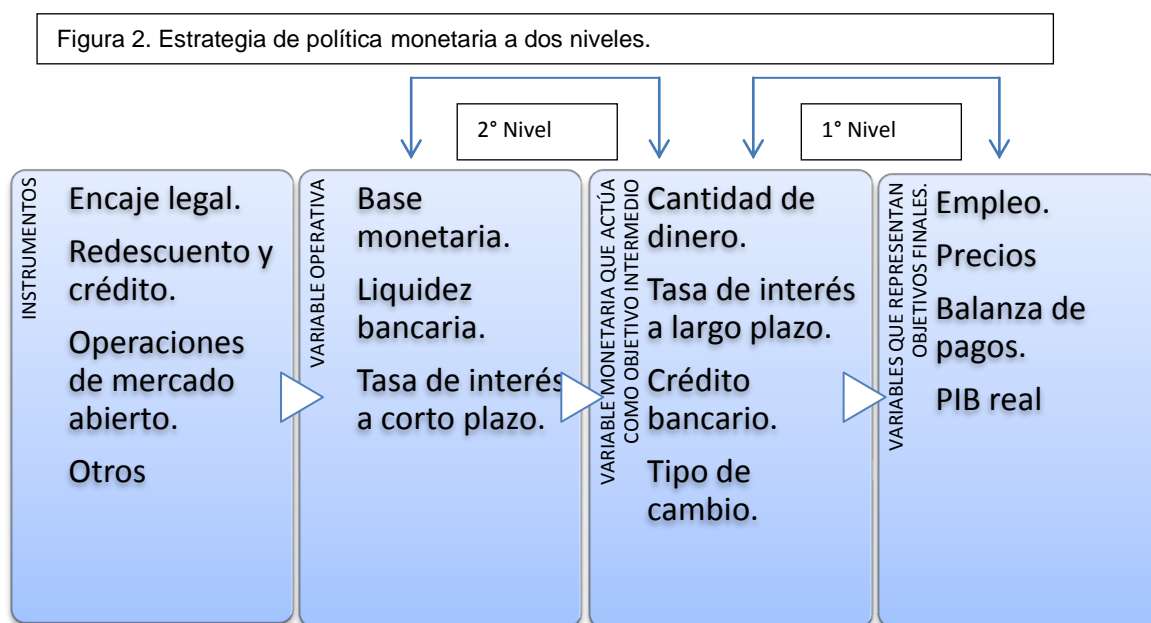
1. Basar la política indirectamente en un objetivo intermedio tal como el crecimiento de un agregado monetario particular o el tipo de cambio. El banco central modifica su instrumento de política para dirigir el crecimiento del dinero/crédito o el tipo de cambio hacia el nivel deseado. Un supuesto implícito en esta estrategia es que existe una relación predecible entre el objetivo intermedio y la inflación futura (Hoggarth, 1997:10). Se supone además que las autoridades pueden controlar con sus instrumentos monetarios los objetivos intermedios y que las autoridades tienen información adecuada sobre los objetivos intermedios de una forma más rápida que sobre los objetivos últimos (Fernández, Parejo y Rodríguez, 1995:307). El objetivo final para la inflación usualmente se enuncia como “inflación baja”.

Esta estrategia es también conocida como la estrategia de control monetario a dos niveles:

Primer nivel. Las autoridades tratan de alcanzar determinados objetivos finales referentes a nivel de empleo, precios, producción y balanza de pagos, a través de la regulación de alguna variable monetaria que actúa como objetivo intermedio de la política monetaria. Esta variable puede ser la cantidad de dinero o la tasa de interés.

Segundo nivel. Las autoridades tratan de regular la variable elegida como objetivo intermedio a través del control de una variable operativa: base monetaria, liquidez bancaria, tasas de interés del mercado monetario.

El control de la variable operativa se realiza por medio de los instrumentos de la política monetaria.

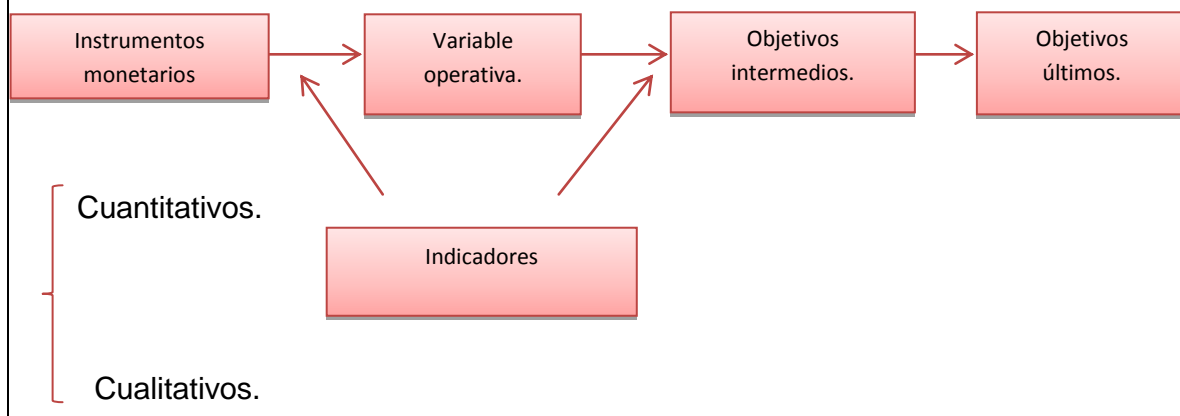


Fuente: Fernández, Parejo y Rodríguez, *Política Económica*, Madrid, 1995. P.305.

Para alcanzar los objetivos fundamentales de la política monetaria se trataría de influir sobre los objetivos intermedios, actuando directamente con los instrumentos de la política monetaria como las operaciones de mercado abierto, el redescuento y crédito, etc.

Con frecuencia las autoridades monetarias emplean al aplicar esta estrategia un grupo adicional de variables cuya evolución siguen también para tener una información más completa sobre la situación monetaria y financiera.

Figura 3. Interacción entre instrumentos y objetivos.



Fuente: Fernández, Parejo y Rodríguez, *Política Económica*, Madrid, 1995. P.306.

2. Basar la política directamente en un objetivo final explícito para la inflación. Por lo general se aplica un objetivo para la inflación *future*, para tener en cuenta el desfase de tiempo entre los cambios en la política monetaria y su impacto sobre la inflación. Aquí la política se cambia sobre la base de variables intermedias múltiples, como se muestra en el figura 3, y no en una sola de ellas. Con base en los cambios de estas múltiples variables, se elabora un pronóstico de inflación que desempeña un papel similar al de un objetivo intermedio convencional. Las tasas de interés se incrementan cuando la inflación futura se pronostica por encima del objetivo y se reducen cuando la inflación se pronostica por debajo del objetivo (Hoggart, 1997:11).

A continuación se va a analizar con algún detalle el proceso de elección del objetivo intermedio.

Hay dos razones principales para usar los objetivos intermedios en la política monetaria. La primera es la dificultad que tienen los funcionarios del banco central para entender y llegar a un acuerdo sobre las formas en que la política monetaria afecta a la inflación, al PIB real y al empleo en el corto y en el largo plazo. La segunda es que aun suponiendo que los responsables de la conducción de la política monetaria estuvieran todos de acuerdo con la influencia que las acciones de su política ejercen en la actividad económica, éstos normalmente tienen información limitada acerca de la economía. (LeRoy y VanHoose, 2005:415).

Para que sea útil, la variable seleccionada como objetivo intermedio debe tener cuatro características básicas (LeRoy y VanHoose, 2005: 416):

- i) Debe ser observable con frecuencia. La variable de un objetivo intermedio se debe poder observar con más frecuencia que las variables del objetivo último.
- ii) Debe ser consistente con los objetivos últimos.
- iii) Debe ser definible y medible.
- iv) Debe ser controlable

Cuadrado (2001:323-324) menciona que en la elección de los objetivos intermedios se deben considerar los siguientes elementos:

1. Independencia del banco central respecto al gobierno. En general, en los países en que esta independencia es mayor, aumenta la importancia de la política monetaria en el contexto de la política económica. La consecuencia de que un banco central tenga un grado de autonomía importante debe ser el mantenimiento como objetivo prioritario de la estabilidad de precios y la posibilidad de llevar a cabo una política monetaria férrea y estable. El funcionamiento de la política monetaria difícilmente puede ser completamente autónomo. La política monetaria no puede ser ajena a la realidad económica y social de un país.
2. La estructura del sistema financiero. Cuanto más especializado y potente sea el sistema financiero de un país, mayor será la diversificación de la política monetaria. Dependerá de si la Bolsa es suficientemente amplia y profunda; de si los mercados monetarios cuentan con emisiones de títulos en variedad y número suficientes y de si existe una gran cantidad de compradores y vendedores. Cuando un Estado cuenta con un sistema financiero que ha experimentado escasamente el proceso de desintermediación, la política monetaria habrá de ser más directa.
3. El establecimiento de los objetivos monetarios en términos de un determinado agregado deberá hacerse sobre definiciones de dinero estrechas en los países cuyos mercados están poco desarrollados. Las alternativas que se presentan son: formular el objetivo intermedio en términos de un agregado monetario (cantidad de dinero), en términos de una tasa de interés, normalmente a largo plazo (precio del dinero) o tomando en cuenta el tipo de cambio.

La posibilidad de que las autoridades monetarias elijan entre un agregado monetario o una tasa de interés depende de:

1. *La estabilidad de la relación entre el objetivo monetario y final.* Si se considera que la demanda de dinero muestra una estabilidad mayor que la relación de comportamiento que liga las tasas de interés a la demanda efectiva y al ingreso, las autoridades optarán por la cantidad de dinero. Si por el contrario, no se observa una relación estrecha entre un agregado monetario y el objetivo último, se debe optar por una tasa de interés como objetivo intermedio.
2. *La capacidad del Banco Central de influir sobre cada una de las variables.* Aquellos países con mercados suficientemente desarrollados pueden utilizar como objetivo la tasa de interés; en caso contrario deberán optar por un agregado monetario.
3. *La disposición del Banco Central a aceptar movimientos frecuentes e importantes de las tasas de interés del mercado monetario.*
4. *La dificultad de prever la inflación para poder calcular las tasas de interés reales.*
5. *La postura que adopten las autoridades monetarias respecto a las corrientes de pensamiento tradicionales.* Si son de corte monetarista serán más proclives a establecer como objetivo la tasa de crecimiento de alguna definición de dinero. De otro modo, la elección puede recaer en la tasa de interés (Cuadrado, 2001:326).

1.4 DIFERENTES ENFOQUES DE POLÍTICA ECONÓMICA.

Para dejar en claro los enfoques de política económica, en seguida se hará un análisis de estos comenzando con el estudio de la teoría cuantitativa del dinero, dado que si bien existen aportaciones anteriores a ésta, la influencia de éstas ha tenido poca significancia, siendo así, la teoría cuantitativa uno de los principales pilares del pensamiento neoclásico tradicional, así como la base del pensamiento monetarista reciente.

Se acrecienta la importancia de esta teoría debido a la polémica suscitada posteriormente entre los autores keynesianos y los monetaristas respecto a la importancia de la política monetaria y la política fiscal, como instrumentos de estabilización macroeconómica. Por un lado, los monetaristas señalan que la relevancia de la política monetaria reside en la variable monetaria, es decir, la oferta de dinero M , cuyos efectos sobre las variables reales de la economía es fundamental. Por esta razón los autores monetaristas se adhieren a alguna de las variantes de la teoría cuantitativa. Por otra parte, los keynesianos consideran a la ecuación de cambios en la que se sustenta como una tautología dado que tan sólo indica que el

dinero cobrado por los vendedores siempre será igual al dinero pagado por los compradores, sin poder extraer consecuencias adicionales como pretenden los autores neoclásicos. (Fernández, 2003:2)

En la concepción más elemental de la teoría cuantitativa se asocia un incremento en la oferta monetaria a la subida general del nivel de precios, es decir, si aumenta la oferta monetaria aumenta la inflación.

Muchos autores resaltan como punto de partida el primer texto sobre teoría monetaria de Bodin en 1568 que fue una respuesta a Monsieur de Malestroit, que había pretendido negar la subida de los precios a largo plazo. Bodin atribuye el alto nivel de precios imperante a la abundancia de oro y plata. A mediados del siglo XVIII se comienza a hablar de la velocidad de circulación del dinero, Richard Cantillon destacó que un aumento de la velocidad de circulación del dinero tenía los mismos efectos que un incremento en el stock monetario, mientras que la reducción de ésta ayuda a controlar el alza de los precios.⁴ A principios del siglo XX, se representa esta teoría de forma matemática, sobresaliendo Irving Fisher por parte de los neoclásicos, y por parte de los representantes de la escuela de Cambridge Pigou y Keynes.

1.4.1 LA TEORÍA CUANTITATIVA DEL DINERO.

EL ENFOQUE TRANSACCIONES.

Una de las versiones más influyentes de esta teoría es el enfoque transacciones de Fisher que se centra en encontrar las principales determinantes del poder de compra del dinero. Su ecuación de cambios es:

$$M \cdot V = P \cdot T$$

Donde indica que el gasto total de la comunidad es igual al valor monetario de las mercancías objeto de transacción. Siendo M la cantidad total media de dinero legal en circulación en una comunidad y en un período determinado; V la velocidad media de circulación del dinero; P el nivel general de precios; y T el volumen total de transacciones. Se considera al volumen de transacciones como fijo porque las economías se encontraban en pleno empleo y se suponía lo mismo para V, lo que crea una relación de causalidad $\Delta M \rightarrow \Delta P$. La extensión de dicha ecuación de cambios que realmente hizo Fisher es incluir en ella además del dinero de curso legal M, los

⁴ *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, Fondo de cultura económica, 1755.

depósitos bancarios corrientes M' , cuya velocidad de circulación V' se supone constante

$$M \cdot V + M' \cdot V' = P \cdot T$$

Teniendo en cuenta las condiciones de la teoría cuantitativa: el nivel de precios varía directamente con la cantidad de dinero en circulación, en la misma dirección que lo hace la velocidad de su circulación, e inversamente con el volumen de comercio ligado al mismo; Fisher hace las siguientes proposiciones:

1. Un incremento en la cantidad de dinero (M) tiende a elevar los depósitos (M') proporcionalmente, y el incremento en estos dos (M y M') tienden a elevar los precios en proporción.
2. Un aumento en la cantidad de dinero en un país tiende a propagar a otros usos el mismo dinero metálico, tan rápido como los niveles de precios o el valor relativo del dinero difieran lo suficiente como para hacer exportaciones o fusiones provechosas de dicho dinero y elevar un poco los precios mundiales.
3. Un incremento en los depósitos (M') comparado con el del dinero (M) tiende del mismo modo a desplazar y fusionar la moneda, y a elevar los precios mundiales.
4. Una mayor velocidad tiende a producir efectos similares.
5. Un aumento en el volumen de comercio tiende a decrecer los precios y a acelerar las velocidades y aumentar los depósitos relativamente y a través de ello a neutralizar parte o totalmente el mencionado decremento de precios.
6. El nivel de precios es el efecto y no puede ser la causa de cambio en los otros factores.
7. La causalidad de precios individuales pueden sólo explicar los precios en relación a ellos mismos. No pueden explicar el nivel general de precios en relación con el dinero. (Leriche, 1991:47-57)

Una de las debilidades de esta versión surge en el supuesto de la constancia de la velocidad de circulación y del volumen de transacciones en el corto plazo no se cumple, ya que en las diferentes fases del ciclo V y T varían de manera considerable, así, el aumento en M no produciría necesariamente inflación.

Los representantes de la escuela de Cambridge critican a Fisher debido a que no incluye el impacto que los cambios en las tasas de interés tienen sobre los precios, y

que tan sólo se enfoca en la parte de la oferta monetaria, pero no incluye el lado de la demanda monetaria.

EL ENFOQUE DE CAMBRIDGE.

Esta versión sugiere otro mecanismo para determinar el valor del dinero, se enfoca en determinar los factores que determinan la demanda de dinero por parte del público. Las principales contribuciones fueron hechas por Alfred Marshall y Albert Pigou, destacando la aportación de Pigou.

Pigou afirma que el valor de cambio de una unidad monetaria está regido por las condiciones generales de la oferta y la demanda, este aspecto tiene como antecedente la teoría marginalista de Marshall. Si el dinero es utilizado para demandar bienes valuados en términos monetarios, la demanda de dinero dependerá de los pagos de bienes y servicios que a su vez son resultado de las decisiones de compra de las personas o empresas.

Siendo estable la demanda real, es decir, las decisiones de adquisición de mercancías, la demanda de dinero también será estable. En lo que concierne a la oferta de dinero, ésta es exógena a la actividad de los agentes económicos y sus condicionantes, por lo que su variación no está vinculada a los requerimientos reales de los agentes. (Leriche, 1991:59-62)

En otras palabras, esencialmente la demanda de dinero es estable y dependiente de las decisiones racionales de los agentes económicos, y la oferta de dinero es exógena a esas decisiones y con el potencial de que la cantidad de dinero en circulación puede ser de un nivel distinto al demandado por los agentes económicos privados. Para este enfoque también se debe cumplir con la base de la teoría cuantitativa: el nivel general de los precios depende de la cantidad de dinero.

En el enfoque de Fisher no se incorpora explícitamente el por qué los individuos demandan dinero. Para Pigou, el origen de la demanda de dinero está en la existencia de un flujo continuo de pagos, de esto se obtiene una caja en dinero, de tal manera, como menciona Pigou se retendrán títulos de moneda legal tanto para permitir hacer sin problemas las transacciones ordinarias de la vida, como para asegurarlo contra demandas inesperadas, debido a una necesidad repentina o a un alza en el precio de algo de lo que no se puede prescindir con facilidad. (Leriche, 1991:63)

La cantidad que cada individuo o empresa conserva en efectivo, se puede expresar como una proporción del total de mercancías y servicios a que le da derecho el total de su ingreso anual. Así tenemos $K = 1/V$, donde K es la extensión del período en el cual se mantiene el dinero en efectivo y V la velocidad de circulación del dinero en dicho periodo, actuando K y V en manera inversamente proporcional. Si aumenta K disminuye V y viceversa.

De lo anterior, se puede observar la importancia de la demanda del dinero, ya que ésta al significar una disminución de la oferta de dinero por determinado tiempo atenúa la influencia de la oferta monetaria sobre los precios. Si la demanda de dinero es menor, la oferta de dinero será mayor provocando un alza en los precios.

La fórmula de saldos monetarios se expresa de la siguiente manera $M = (1/V) \cdot P \cdot T$ que equivale a la fórmula del enfoque de transacciones, lo cual muestra que no existen diferencias fundamentales entre dichos enfoques.

Desde esta óptica, "cuando la oferta de dinero aumenta, los saldos en efectivo de los particulares también irán en aumento, lo que los incitará a ampliar sus gastos. Al hacerlo, incrementará, los saldos en efectivo de los comerciantes a quienes han adquirido mercancías y servicios, lo que impulsará a éstos a gastar más. Cuando los gastos aumenten globalmente, puede acontecer que los precios suban, dependiendo de la evolución que se produzca en T y K ". (Martínez Le Clainche, 1996:164)

Finalmente, mediante el estudio de la demanda de dinero, la percepción de los saldos monetarios le da principal importancia en la determinación del nivel de precios a las decisiones de los particulares frente a las variaciones de la oferta monetaria o del nivel de precios, las cuales modifican su capacidad de compra y venta, con ello dicha concepción se acerca más a los procesos que surgen en la realidad, donde tales decisiones son de gran importancia.

EL PLANTEAMIENTO DE WICKSELL.

Knut Wicksell, economista neoclásico, considera a las variaciones en la tasa de interés como el principal factor inflacionista.

Wicksell parte de que el ingreso nacional es destinado para dos cosas, el consumo y el ahorro. La demanda global de la economía se conforma por la demanda de bienes de consumo y por la demanda de bienes de inversión. Así, el equilibrio entre dichas

variables será cuando la totalidad del ahorro se destine a la inversión. El nivel de tasa de interés será el que garantice este equilibrio.

En primera instancia Wicksell toma en cuenta dos conceptos de interés, el monetario y el normal o natural. El monetario lo establecen las instituciones de crédito, es el que los prestatarios tienen que pagar a dichas entidades. El normal es al que la oferta y la demanda en el mercado de bienes reales se equilibran.

Wicksell afirma que cuando ambas tasas de interés, el monetario y el natural, coinciden, la economía estará en equilibrio; pero si el monetario llegase a estar por debajo del natural como consecuencia quizá de una oferta monetaria que incrementa las reservas bancarias y que a su vez hará caer el costo de los préstamos bancarios para eliminar el exceso de dicho exceso monetario, producirá:

- Un descenso en la tendencia a ahorrar y un aumento en la demanda de consumo.
- Al ver atractiva la tasa de interés surge un aumento en la demanda de préstamos por parte de empresarios para lograr una mayor inversión privada.

Así, la aportación de Wicksell en la teoría cuantitativa sugiere que la cantidad de dinero no impacta directamente en los precios, sino surge a través de la influencia de la tasa de interés de mercado. (Fernández, 2003:17-19)

A modo de conclusión, las principales características e ideas más relevantes del pensamiento neoclásico son:

- Preocupación por el largo plazo.
- Teoría con enfoque microeconómico.
- Supone una economía de libre competencia, información perfecta y transparencia total, donde los agentes económicos se comportan racionalmente y toman decisiones en base a variables reales.
- Se basa en un enfoque de oferta.
- Se acepta la Ley de Say: Toda oferta crea su propia demanda.
- Se acepta la Ley de Walras. Establece que la demanda debe de igualar a la oferta.
- Total flexibilidad de precios.
- Supone el pleno empleo.

- Considera la demanda de dinero importante por motivo de transacciones y como medio de pago, ésta está influida por la tasa de interés.
- Sólo consideraba importante a la política monetaria para obtener estabilidad en el sistema. Supone que un manejo adecuado de la oferta de dinero permite controlar la inflación y en dado caso eliminar perturbaciones monetarias del sistema.

1.4.2 EL ENFOQUE DE JOHN MAYNARD KEYNES.

El enfoque keynesiano resulta más complicado de comprender ya que ha ido transformándose con el tiempo. Habitualmente Keynes es considerado un economista fiscalista, sin embargo, ha aportado diversas ideas en términos de política monetaria.

Keynes en la Teoría general del empleo, el interés y el dinero, obra más destacada del autor, se enfocó en estudiar las circunstancias en las cuales los cambios en la oferta monetaria provocarían pequeños cambios en la tasa de interés, principal variable para la determinación de la inversión. Keynes afirmaba que el tratar de controlar la inflación por medio de la oferta monetaria tan sólo sería posible en una economía de pleno empleo, cuando el ingreso real hubiese alcanzado su máximo nivel.

Siguiendo las aportaciones de la Escuela de Cambridge en cuanto a la demanda de dinero, Keynes contempla tres motivos para que la gente demande dinero⁵, por motivos de transacciones, por motivo precaución y por motivo de especulación. Éste último es aportado por Keynes, el cual dice que el motivo para que la gente conserve su dinero de forma líquida y sin alguna rentabilidad es la incertidumbre del interés futuro. Keynes decía que el dinero no produce interés, así, la tasa de interés sobre los activos no monetarios representaba el costo de oportunidad de mantener riqueza en forma de dinero. (Fernández, 2003:64-67)

Es decir, dicho autor no menospreciaba la idea de que se retuviera el dinero por las principales razones de la teoría cuantitativa, de transacción y de precaución, sin embargo, adicionaba como hecho importante que la gente mantiene el dinero para especular en el mercado de bonos. Siendo esta función mejor conocida como la preferencia por la liquidez.

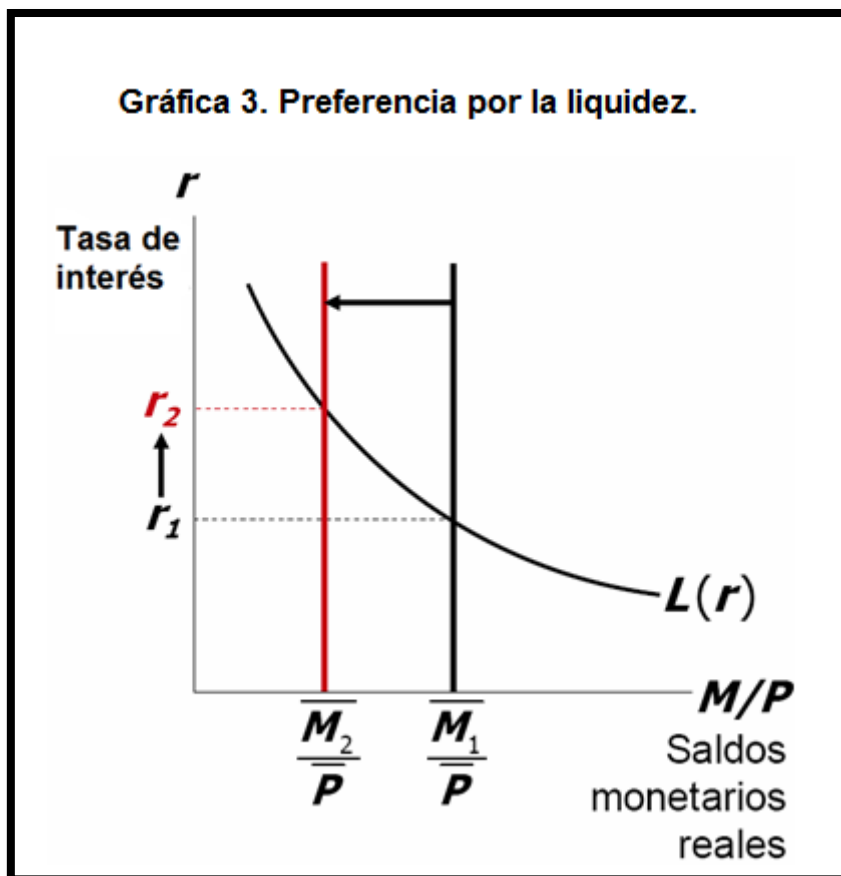
⁵ Posteriormente, debatiendo con Ohlin, contempló otro motivo, el financiero, menciona que las empresas necesitan ahorrar para poder realizar gastos de capital. La oferta monetaria era influenciada por la demanda de crédito y salía de las manos de la autoridad monetaria.

Según Keynes los motivos que explican la preferencia por la liquidez o demanda de dinero por parte del público, son:

- 1) Motivo transacción: La gente necesita disponer de dinero para hacer frente a los desajustes entre las corrientes de cobros y pagos, a los posibles desequilibrios entre los ingresos esperados y los gastos. La demanda de dinero por este motivo depende del nivel de ingreso y también de la tasa de interés. A mayor nivel de ingreso mayor será la demanda de dinero por este motivo, y menor cuanto mayor sea la tasa de interés.
- 2) Motivo especulación: La gente necesita disponer de dinero por si surgiera alguna inversión interesante y también porque si bien el dinero en caja o en una cuenta corriente a la vista no produce rendimiento alguno o su rendimiento es insignificante, a diferencia de lo que ocurre con otras colocaciones alternativas como, por ejemplo, la inversión en Bolsa, tampoco ocasiona pérdidas. La demanda de dinero por este motivo es tanto mayor cuanto menor sea la tasa de interés.
- 3) Motivo precaución: La gente necesita disponer de dinero líquido para atender a gastos imprevistos, en el caso de que surgiera alguna contingencia inesperada y no fuera posible convertir en dinero otros activos con la rapidez requerida. La demanda de dinero por este motivo es mayor cuanto más elevado es el nivel de ingreso, y menor cuanto mayor es la tasa de interés.

La importancia del enfoque keynesiano de la preferencia por la liquidez, es que disminuía el vínculo entre la oferta monetaria y el gasto, dado que la oferta monetaria tenía que cumplir ciertas funciones y algunas no tenían relación con el gasto previsto. (ICE, 2011)

La demanda de dinero era muy elástica con respecto al interés, mientras las tasas de interés sólo bajan ligeramente.



Fuente: Mankiw, Gregory (1997), Macroeconomía, Antoni Bosch, p. 327

En la gráfica 3 se puede visualizar lo dicho anteriormente, la variable $L(r)$ nos muestra el dinero que la gente demanda con fines especulativos. La gente tiene dos opciones, o mantener dinero o mantener bonos. Como se puede observar, a una tasa de interés alta el precio disminuye y se vuelve atractivo comprar bonos, a la vez que el precio aumenta y disminuye la tasa de interés se vuelve atractivo vender los bonos. Esta función tiene una característica importante, la trampa de la liquidez⁶.

Hay un punto donde la tasa de interés, r_1 , llega a un nivel tan bajo donde deja de ser atractivo mantener bonos y ve un riesgo en conservar bonos por lo que prefiere mantener dinero. Si aumenta la oferta monetaria nominal (M) de M_0 a M_1 , manteniendo los precios constantes, el interés disminuirá, suponiendo una situación de pleno empleo, aumentará la demanda agregada, el ingreso y el empleo. Sin embargo, si existe desempleo al nivel r_1 entonces no se verán afectados el consumo, la inversión,

⁶ Describe una situación en la que las tasas de interés se encuentran muy bajas, cercanas a cero. La preferencia por la liquidez tiende a hacerse absoluta, es decir, las personas prefieren conservar todo el dinero en vez invertirlo, por lo que las medidas para aumentar la cantidad de dinero no tienen ningún efecto para dinamizar la economía, y las autoridades monetarias no pueden hacer nada para llevar la tasa de interés a un nivel adecuado.

ni la tasa de interés. Concluyendo, según Keynes la política monetaria es impotente ante la depresión y el desempleo. (Ekelund, 2005:557-562)

Keynes no veía a la política monetaria como inútil, él afirmaba que para que fuera eficiente requería el apoyo de la política fiscal. La consideraba importante para mantener óptimos los niveles de tasas de interés de largo plazo para así poder influir en la inversión privada, no obstante, mencionaba que la tasa de interés a largo plazo era una variable muy estable y la inversión privada no dependía tan sólo de esta variable, sino también de las expectativas empresariales.

De modo más simple, el mecanismo de transmisión de la política monetaria según el modelo keynesiano describe que la oferta monetaria afecta a la tasa de interés, la cual afecta el gasto de inversión, que a su vez afecta el gasto total, y finalmente, determina la producción, el empleo o los precios.

Según la teoría keynesiana, el gasto en consumo se determinaba en su mayoría por el nivel de ingreso a lo cual se le denominaba propensión a consumir, el gasto gubernamental era determinado políticamente, y el gasto de inversión era influido por los rendimientos esperados y por la tasa de interés. A través de la demanda agregada, el dinero podía afectar no sólo los precios sino además variables importantes como la producción y el empleo. (Ramírez, 2009)

1.4.3 DISTINTAS CORRIENTES KEYNESIANAS.

Se dividirá el estudio del desarrollo de las ideas de Keynes en dos partes. Por un lado los primeros autores que desarrollaron estas ideas en la denominada Síntesis Neoclásica o Nueva Economía, y posteriormente la corriente neokeynesiana. (Fernández, 2003:72)

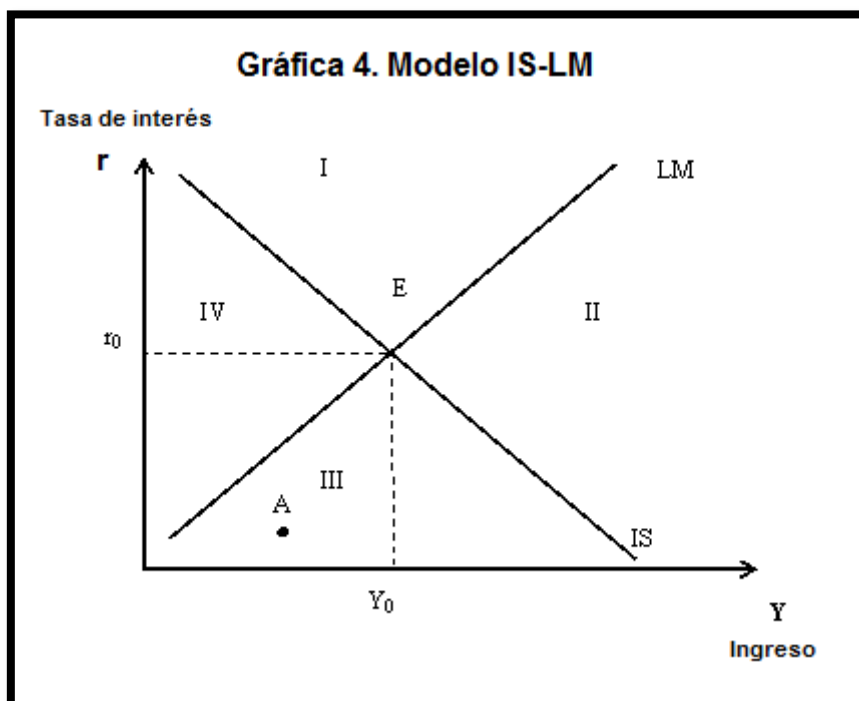
La Síntesis Neoclásica o Nueva Economía comienza a desarrollarse por las ideas de John Hicks, Paul Samuelson, James Meade, James Tobin, Don Patinkin, etc. Dichos economistas crearon un modelo de equilibrio general macroeconómico, centrando las políticas estabilizadoras en el manejo de demanda agregada. Su principal aportación es el modelo IS-LM.

El modelo afirma que los mercados se vacían, existiendo mecanismos de auto ajuste que son los precios. La tasa de interés y el nivel de precios aseguran que los

mercados estén en equilibrio. Los precios transmiten la información necesaria de un mercado a otro. La importancia del modelo surge en que muestra la interacción entre los mercados de bienes (curva IS) y de dinero (curva LM). El mercado de bienes determina el nivel de ingresos, el monetario determina las tasas de interés. El modelo rechaza la idea de la neutralidad del dinero y necesita que el equilibrio se genere al mismo tiempo en dichos mercados. Así, el equilibrio en el mercado del dinero se obtiene cuando la demanda de dinero para "un determinado nivel de ingreso" es igual a la oferta de dinero, siendo el punto de intersección de las curvas IS y LM en la gráfica 4.

En la gráfica 4, se aprecia que al cortarse las dos funciones se forman cuatro regiones bien diferenciadas en términos de excesos de demanda o de oferta en cada uno de los mercados. Los cuatro cuadrantes en los que se divide el espacio representan situaciones de desequilibrio con las siguientes características:

- Región I: Exceso de oferta de bienes y exceso de oferta de dinero
- Región II: Exceso de oferta de bienes y exceso de demanda de dinero
- Región III: Exceso de demanda de bienes y exceso de demanda de dinero
- Región IV: Exceso de demanda de bienes y exceso de oferta de dinero



Fuente: Fernández (2003), Política monetaria, p. 80

Los seguidores de Keynes mencionados, son de los primeros años después de la Gran Depresión (entre los años 1945 y 1950) quienes aún no dominaban los

planteamientos de la Teoría General de Keynes, por tal motivo le daban poca importancia al dinero creyendo que la política monetaria era de poca utilidad como instrumento de estabilización. Estos resultados fueron creados debido a los juicios empíricos sobre las curvas IS-LM influenciados por la experiencia de la Gran Depresión, se representaba a la curva IS totalmente empinada y a la LM horizontal. (Roca, 2010:138)

Los representantes de esta corriente:

- Mantienen una filosofía intervencionista, ya que ven al sector privado como inestable y como el causante de las perturbaciones económicas, por tanto el sector público mediante las políticas económicas debe ayudar al privado a estabilizar la economía.
- Tienen como objetivo fundamental de la política económica al crecimiento económico.
- Fijan como objetivos mantener una tasa de crecimiento y una tasa de desempleo satisfactorias, evitando las oscilaciones cíclicas de la economía.
- Defienden la aplicación de una política mixta fiscal-monetarias. En línea con las aportaciones de Keynes, la política fiscal es el instrumento económico fundamental para lograr el crecimiento objetivo y reducir el desempleo.

La base de esta política fiscal es la aplicación de políticas fiscales expansivas, y la reducción de la brecha entre la producción real y la potencial de pleno empleo.

En cuanto a la política monetaria le correspondía el papel de estimular la inversión privada. No obstante, se le consideraba más eficaz a la política fiscal dado que afirmaban que debían de haber variaciones muy fuertes en la oferta monetaria para que ésta pudiera tener efecto alguno en las tasas de interés, además, las tasas de interés no ejercían gran impacto en la inversión privada debido a la inelasticidad de la demanda de la inversión en relación a las tasas de interés.

- Consideraban a la política de ingresos⁷ como un instrumento eficaz para controlar la inflación.

⁷ Existen diversos medios para mantener las alzas de precios y salarios por debajo de las que produciría el funcionamiento libre de las fuerzas del mercado, estos posibles cursos de acción son los que constituyen la política de ingresos. La política de ingresos hace posible la utilización de la política fiscal y monetaria expansivas en una medida que en otro caso no sería posible por sus consecuencias inflacionarias (Shapiro, 1979:492).

Posteriormente, esta misma corriente agrupan a la función de demanda de dinero en:

- Modelos de inventario, tomando como base el motivo de transacciones.
- Modelos de selección de cartera, tomando como base el motivo de especulación.
- Modelos teóricos de la demanda de dinero, considerándolo como un bien duradero, su demanda depende del ingreso y los rendimientos de otros activos.
- Modelos basados en la función de producción, en los que se considera al dinero como un input productivo.

Los últimos dos modelos tienen un carácter monetarista ya que están basados en las aportaciones de Friedman.

LA CORRIENTE NEOKEYNESIANA

Los neokeynesianos se basan en los principios de Keynes, sin embargo, ya recogen aportes monetaristas de Friedman en relación a la importancia del dinero. Los modelos neokeynesianos han sido utilizados principalmente para predicción y análisis de la política económica a corto plazo. En el modelo NIESR⁸ (National Institute for Economic and Social Research) que pretende mostrar el comportamiento de la economía nacional, se ve que el ingreso nacional no depende directamente de la cantidad de dinero y que los efectos de ésta sobre el ritmo de crecimiento económico se pueden producir mediante:

- La tasa de interés, siendo débil dado que como ya se mencionó, se sigue considerando inelástica a la inversión en relación a ésta.
- Los cambios en las condiciones de las compra-ventas de bienes de uso.

Una de las ideas más aceptadas dentro de la corriente neokeynesiana es la inflación vía costos. Esto se puede explicar en un mercado oligopólico en proceso de formación de ingresos, donde empresarios como trabajadores tratan de ajustar los salarios no sólo respecto a las condiciones de mercado, sino tomando en cuenta también las expectativas de precios y políticas institucionales y gubernamentales.

El precio que los empresarios fijan se hacen mediante un *mark-up*, esto se refiere a establecer un porcentaje de beneficio sobre el costo medio de producción.

⁸ Modelo Económico Global desarrollado por el Instituto Nacional de Investigación Económica y Social, ha sido utilizado para producir pronósticos de la economía del Reino Unido.

En cuanto a los salarios, estos permanecen estables ya que tanto como trabajadores como empresarios procuran respetar un contrato a mayor plazo puesto que el romper con un contrato implica mayores costos para ambas partes.

Los salarios ya no sufren tanto impacto por las situaciones del mercado de trabajo, estos se modifican en base a las expectativas de inflación y por las presiones sindicales.

Las variables que más influyen en la inflación según los neokeynesianos son las presiones sindicales y los precios de importación. Con una presión sindical constante para obtener una inflación nula, el crecimiento de los salarios reales ha de ser igual al crecimiento de la productividad del trabajo.

Dada esta breve explicación del establecimiento de precios y de la inflación, los economistas neokeynesianos rechazan la idea de políticas restrictivas para enfrentar la inflación de forma permanente, consideran que si bien una contracción monetaria puede ayudar a controlar la inflación temporalmente también puede ser perjudicial en dos sentidos; uno, aumenta del nivel de desempleo; y dos, por no eliminar las verdaderas causas de la inflación cuando el gobierno pretenda disminuir el nivel de desempleo, la tasa de inflación volverá a aumentar con mayor fuerza, haciendo imposible la reducción del nivel de desempleo. Fundamentalmente, se confía en las políticas de ingresos, principalmente basadas en acuerdos de empresarios y sindicatos sobre bases permanentes y continuas. Además se estima que por esta vía se harán más compatibles el pleno empleo y la estabilidad de los precios.

Como puntos importantes en el modelo neokeynesiano se pueden destacar los siguientes:

- La política fiscal ejerce un impacto positivo en el nivel de producción o ingresos mediante variaciones en el gasto público y en los tipos de impuestos.
- Sin embargo, para varios keynesianos no basta la política fiscal para disminuir el desempleo, por tanto, agregan la política de ingresos.
- Las variaciones del tipo de cambio son un instrumento eficaz a mediano y largo plazo para reducir el déficit en la balanza por cuenta corriente⁹, con el riesgo que una devaluación cause una mayor inflación. Optan por tipos de cambio controlados discrecionalmente por las autoridades, y paridades no totalmente

⁹ Significa una salida neta de capital del país hacia el exterior.

flexibles, para así evitar fluctuaciones de corto plazo que puedan afectar al nivel de producción.

- Se le asigna el papel principal de instrumento anti-inflacionista a la política de ingresos, esto debido a que la inflación es considerada como de costos y provocada, en gran manera por presiones sindicales e incrementos en los precios de importación en moneda nacional.
- La política monetaria tiene como base trabajar sobre el saldo de la balanza de cuenta de capital, mediante su influencia en los tipos de interés internos y sobre la brecha entre éste y los intereses del exterior.
- Consideran que las fluctuaciones indeseables en los objetivos macroeconómicos pueden predecirse a corto plazo.

Desde la Gran Depresión hasta comienzos de los años setenta, la academia era muy influenciada por las ideas keynesianas. Hubo gran optimismo posterior a la entrada de la Curva de Philips¹⁰ debido a que al fin había una forma en la cual podían relacionar las variables reales con las nominales. Sin embargo, el enfoque monetarista criticaba en demasía al pensamiento keynesiano debido a la firme creencia de que sólo las políticas fiscales podían repercutir en la demanda agregada mientras que disminuían la importancia de las medidas monetaristas. Cabe mencionar que el enfoque keynesiano fue creado en un contexto coyuntural peculiar, surgido de la Gran Depresión, el cual tenía características particulares como una baja tasa de interés y una demanda muy elástica, estas características hacían que la política fiscal tuviera gran efectividad, sin embargo, poniendo la economía en diferente contexto, los postulados de este enfoque serían poco válidos. (Roca, 2010: 135)

LA CORRIENTE POSTKEYNESIANA

La teoría postkeynesiana nació como alternativa a la teoría keynesiana y a la monetarista. Se basa en el supuesto de que la moneda y la economía real están ligadas fuertemente, por lo cual el objeto de estudio de ésta es la economía monetaria de producción.

Los postkeynesianos afirman que las necesidades de la producción determinan la existencia de la moneda, y a partir de la moneda crédito vinculada al sistema bancario se desencadena el proceso endógeno de creación monetaria. La moneda es

¹⁰ La Curva de Philips propició recomendaciones de política económica orientadas a aceptar un poco más de inflación a cambio de menos desempleo. El trabajo estadístico se basó en la relación entre el desempleo y las variaciones de los salarios nominales. Véase Phillips, A. W. (1958):283-299.

endógena en la medida que se produce como resultado de las variaciones de la demanda de crédito bancario de los agentes. (Calderón, 2010:10)

Ya que el término postkeynesianismo significa después de Keynes, esta teoría incluye a todos los economistas que siguen las ideas de Keynes, incluyendo a la síntesis neoclásica y al nekeynesianismo. Las principales características e ideas del postkeynesianismo son:

- Aceptan la idea de la demanda efectiva que muestra Keynes en la Teoría General, añadiéndole aspectos referentes a la competencia imperfecta y a la distribución del ingreso, y desarrollan el problema del desempleo y la teoría de los ciclos económicos que fueron poco elaboradas por Keynes.
- Rechazan el modelo IS-LM o de síntesis neoclásica argumentando que está muy alejado de lo que Keynes realmente quiso exponer.
- Muestran gran preocupación por el tiempo, es decir, esta teoría se formula considerando los hechos económicos fundamentales de los últimos siglos y la expansión de las economías nacionales a lo largo del tiempo, representando al sistema económico en constante movimiento. Esta teoría se preocupa por el comportamiento dinámico de los sistemas económicos reales.
- Consideran a la economía capitalista inestable.
- Creen un error el supuesto de la curva de Phillips tradicional que relaciona inversamente la inflación y el desempleo. Para los postkeynesianos la inflación no está provocada por el exceso de demanda de productos o de trabajo, si no por el cómo distribuir el ingreso nacional. Consideran una inflación de costos determinada fundamentalmente por el incremento de los salarios nominales en relación con la productividad laboral. Clasifican a los mercados en dos grupos, los de precios flexibles y los de precios fijos.
- Interrelaciona al crecimiento económico con la distribución del ingreso, estos los determina la tasa de inversión.
- Consideran al dinero como un factor importante y no neutral, muestran la gran interrelación entre el sector monetario y el real. Conceden un papel importante a las entidades financieras en la regularización de las economías. (Fernández, 2003:103-105)

1.4.4 NUEVA ECONOMÍA KEYNESIANA.

La Nueva Economía Keynesiana (NEK) es una línea teórica de la macroeconomía moderna que frecuentemente se identifica como ortodoxa, porque aunque considera

como relevantes los problemas keynesianos sobre los desequilibrios en los mercados reales y financieros, éstos son abordados desde la metodología neoclásica.

La nueva economía keynesiana se desarrolla en base tanto a macroeconomía del desequilibrio como al modelo IS-LM. Los autores de esta corriente consideran rigideces nominales y reales, además, una preocupación fundamental de esta corriente es explicar en forma endógena la generación de rigideces o fricciones en el sistema económico, es decir, se plantea que las rigideces resultan del propio comportamiento maximizador de los agentes económicos. El enfoque teórico de la NEK inició su desarrollo hacia 1980 como línea alternativa a la Nueva Escuela Clásica¹¹. Entre los elementos keynesianos que recoge destacan:

- a) El reconocimiento de la existencia de desequilibrios en los mercados reales y financieros, expresados sobre todo en el desempleo involuntario y en el racionamiento de crédito.
- b) La importancia de estructuras de mercado reales y acuerdos institucionales que afectan las decisiones de los agentes, como por ejemplo la negociación entre firmas y trabajadores, o la presencia de empresas oligopólicas fijadoras de precios.

Los elementos ortodoxos que distinguen a la corriente teórica son:

- a) La microfundamentación de los fenómenos macroeconómicos; se intenta modelar las decisiones individuales de hogares, empresas y bancos comerciales, quienes actúan con criterios de optimización y en el supuesto de que el agregado de sus decisiones conduce a los resultados macroeconómicos.
- b) La racionalidad perfecta de los agentes económicos que les permite elegir de forma óptima, aun en contextos de incertidumbre.
- c) La atribución del origen de los desequilibrios a fallas en los mercados o a la inoperancia de las condiciones de competencia perfecta, por ejemplo, rigideces de precios, agentes fijadores de precios, o contextos de información imperfecta (incompleta y asimétrica).

Para esta corriente teórica la explicación más recurrente de los desequilibrios es la rigidez de precios. En el caso del desequilibrio en el mercado de trabajo, la propuesta

¹¹ La Nueva Escuela Clásica extiende los resultados de la Teoría Neoclásica para demostrar la existencia del equilibrio general competitivo aun en escenarios con incertidumbre, bajo el supuesto de que los agentes suplen la información limitada con modelos de expectativas racionales.

de la NEK tiene dos variantes: por un lado, se intenta mostrar que el desempleo involuntario es resultado de la rigidez endógena del salario real (modelos de salarios de eficiencia, contratos implícitos y negociación salarial); y por otra parte, se afirma que el origen del desempleo es la rigidez de los salarios nominales (modelos de fallas de coordinación y de costos de menú).

A diferencia del escenario neoclásico, donde la rigidez de precios es exógena porque se desconoce al agente económico que propicia esa fricción y los criterios a partir de los que se determina la fijación de precios, en este marco teórico se pretende demostrar que la rigidez es endógena porque responde a la conducta maximizadora del agente económico con poder de decisión; en el caso del desempleo involuntario, a las empresas les resulta conveniente establecer salarios superiores a los que equilibrarían el mercado y mantenerlos rígidos en ese nivel, porque así se aseguran la máxima productividad de los trabajadores y las máximas ganancias. La existencia de precios y salarios rígidos o de ajuste lento va a justificar la intervención del Estado en la economía, la política monetaria va a desempeñar un papel activo en los procesos de estabilización económica del corto plazo.

Similarmente, la interpretación básica del racionamiento de crédito es la rigidez de la tasa de interés. Se supone que el desequilibrio entre oferta y demanda ocurre porque quien otorga el crédito establece una tasa de interés superior a la que equilibraría el mercado para lograr las máximas ganancias y la recuperación de sus recursos. (Rodríguez, 2012: 33-34)

Basándose en los elementos que distinguen a esta corriente, se pueden destacar las siguientes ideas generales básicas de los nuevos keynesianos (Fernández, 2003:118-123):

- En el mercado de trabajo, la determinación de los salarios no se logra por el libre juego de la oferta y la demanda, sino que su comportamiento responde a la teoría y los modelos del salario eficiente. Según estos modelos, basados en la existencia de información imperfecta sobre el mercado de trabajo, ante un exceso de oferta en éste, los salarios no caen hacia el equilibrio, pues los empresarios están dispuestos a mantenerlos a pesar de que haya desempleados que se ofrecen a trabajar a niveles salariales más bajos, debido a que por una parte, se evitan los costos ligados a la selección y el aprendizaje de la mano de obra, y por otro, debido a que una caída en los salarios se

convertiría en un desincentivo para los trabajadores, con pérdida de productividad, y reducción de los beneficios de la empresa.

- Dichos autores aceptan un mecanismo de transmisión de los efectos de la política monetaria basado en el racionamiento del crédito más que en las variaciones financieras en general, ante una política monetaria restrictiva de las autoridades, estarán dispuestas en mayor medida a racionar el crédito que a modificar las tasas de interés. En efecto, la elevación de las tasas de interés produce un desincentivo a los prestatarios potenciales, en su solicitud de créditos, o bien a los que esperan un rendimiento elevado de su inversión, o a los que están dispuestos a asumir un mayor nivel de riesgo aumentando en cualquier caso, las probabilidades de la no devolución de los mismos. Por ello, a las entidades bancarias les resulta más atractivo racionar el crédito, seleccionando la clientela.
- La política monetaria ejercerá su impacto sobre las variables finales de la economía, a través del racionamiento del crédito, y no mediante alteraciones de las tasas de interés. De aquí su mayor o menor eficacia vendrá determinada por la fase del ciclo económico en la que se encuentre la economía. En una fase expansiva, con una demanda de créditos elevada, el racionamiento del crédito tendrá unos efectos significativos sobre las variables finales, mientras que, en fases recesivas, con una caída en esa demanda, su capacidad se encuentra muy limitada.
- En cuanto a las variables componentes de la demanda agregada, la aportación más significativa de estos autores consiste en considerar que la inversión no depende de las tasas de interés, sino de la disponibilidad de créditos. Así, la política monetaria podría ejercer cierto impacto sobre la inversión, mediante la alteración de la cantidad de dinero y sus efectos sobre las posibilidades de crédito.
- Consideran a la demanda de dinero como una función dependiente de la riqueza más que del ingreso. Según los nuevos keynesianos, la mayor parte de las transacciones de los individuos son cambios de activos, que están en mayor medida asociadas con variaciones en la riqueza que en ingreso.
- La existencia de contratos a plazo en la economía permite, aun aceptando el cumplimiento de la hipótesis de expectativas racionales, la eficacia de la política discrecional por parte de las autoridades. En efecto, durante el período de vigencia de los contratos las expectativas pueden cambiar, pero estos cambios no se pueden trasladar a los mismos, con lo que le quedaría un

campo importante de eficacia a la política económica. Esta eficacia se reafirma con la consideración de las expectativas como semi-rationales.

Se ha dejado al margen a la política fiscal, debido a que no es el centro de discusión en la NEK. Los nuevos keynesianos, a pesar de ser keynesianos, se muestran algo escépticos hacia el uso de la política fiscal. Por ejemplo, Mankiw (1992: 563) apunta que cuando aparece una recesión en EUA los gestores de la política fiscal se preguntan por qué habrá hecho mal la Reserva Federal, ya que la política de estabilización ha quedado circunscrita a la política monetaria. Por su parte, Fischer (1994: 36) señala que la política fiscal sólo debe ser utilizada para las recesiones profundas. Éste enfoque teórico se considera válido actualmente, siendo el que rige a los hacedores de política monetaria.

1.4.5 EL ENFOQUE MONETARISTA.

Recapitulando un poco, se ha visto que durante la tradición clásica, la teoría cuantitativa del dinero determinaba el monto demandado de bienes y servicios dentro de una economía, es decir, era una teoría de ingreso nominal, representaba una relación fija entre la oferta monetaria y el nivel de precios. Posteriormente, con la llegada del enfoque keynesiano, se estipuló que esta relación no era completamente fija, por esto no era útil para determinar la demanda de bienes y servicios, sino que determinaba la demanda de dinero. Así que a esta relación se le añadió la tasa de interés, la cual era determinada por la interacción del mercado de bienes y servicios y el mercado monetario.

"La noción central del monetarismo es que la moneda incide sobre las fluctuaciones económicas a corto plazo de la economía y sobre la inflación, o sea, la tendencia de los precios. Parte de la noción central, a diferencia del keynesianismo, es que lo que importa es la cantidad de dinero y no las tasas de interés, las condiciones del mercado monetario, las condiciones de crédito, y cosas por el estilo."¹²

Los modelos monetaristas en un principio se construyeron para grandes economías cerradas, y posteriormente se desarrollaron para pequeñas economías abiertas, las conclusiones de política para cada caso son diferentes. Los monetaristas consideran a la inflación como un fenómeno puramente monetario que surge cuando la oferta monetaria se incrementa de manera más rápida que la producción de bienes y servicios real, siendo el control en la oferta monetaria la manera de controlar la

¹² Documento elaborado por Milton Friedman.

inflación. En cuanto al desempleo, no lo consideran problema de política económica ya que lo suponen voluntario (Fernández, 2003:129)

El principal representante de este pensamiento es Milton Friedman. Las principales características de esta escuela son:

- 1) La oferta de dinero incide sobre el ingreso nominal mediante los precios y la tasa de interés, incrementándose la oferta de dinero.
- 2) Una visión de poco intervencionismo del Estado ya que consideran que el sector privado es estable y que la principal causa de fluctuaciones económicas son las políticas del gobierno.
- 3) A corto plazo, la oferta de dinero tiene impacto en las variables reales.
- 4) A largo plazo, la oferta de dinero tiene impacto en las variables nominales como el nivel de precios.

Las primeras dos características corresponden a la demanda agregada, estas características fueron aportadas por los monetaristas, mientras que las últimas dos fueron aportadas en la Síntesis Neoclásica que fue mencionada anteriormente. Los monetaristas retomaron la teoría cuantitativa clásica y criticaron la forma como Keynes la había interpretado. Friedman formula el replanteamiento de la teoría cuantitativa en dos formas, formula los factores que impactan en la demanda de dinero (versión débil), y considera que la tasa de interés tiene muy poca influencia dentro de la demanda de dinero (versión fuerte). (Roca, 2010:135)

En la forma débil Friedman examina la teoría cuantitativa de la Escuela de Cambridge, la cual es vista como una teoría de demanda de dinero, pero que agrega los aportes de Keynes. Lo que Friedman pretende en esta versión es lograr que la teoría cuantitativa indique la influencia del dinero sobre el producto nominal, pero en este replanteamiento no se logra dicho objetivo.

Friedman incorpora la idea keynesiana de ver al dinero como un activo, y no simplemente como un medio de pago, así que estableció su propia teoría de demanda de dinero. Menciona que la demanda de dinero tiene relación con la riqueza en la forma de posesión de bienes, acciones y otros activos financieros, así como con la tasa de interés de activos alternativos, es decir, el costo de oportunidad de poseer dinero, considerando como parte de este costo a los bienes durables, que si bien no dan un rendimiento concreto en tasa de interés, el beneficio que se espera tener con ellos depende del valor futuro o incremento del precio del bien durante el periodo de

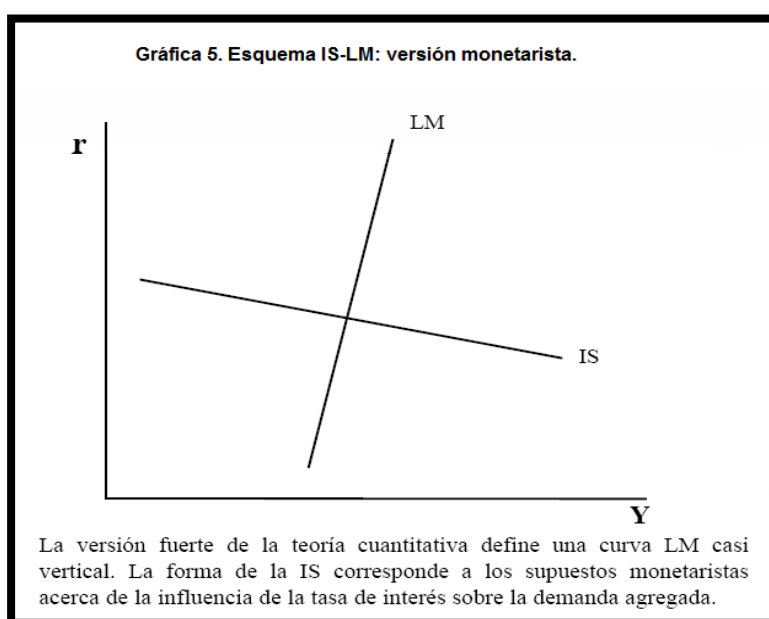
posesión, y esto dependerá de la tasa de inflación, otro componente que va a determinar la demanda de dinero. Así, la cantidad de dinero es directamente proporcional al ingreso nominal, y es inversamente proporcional a la tasa de retorno sobre los activos alternativos (bonos, acciones, bienes de consumo duraderos, edificios, etc.). (López, 2012: 256)

La diferencia entre la demanda de dinero keynesiana y la monetarista radica en que para estos últimos la demanda de dinero es estable. Afirman que los desequilibrios más frecuentes dentro del mercado monetario radican en las variaciones de la oferta monetaria, es decir, de la intervención de la autoridad monetaria. (Roca, 2010:145)

Este replanteamiento es débil en dos sentidos:

- 1) Porque no cumple con lo planteado en la Teoría Cuantitativa Clásica de que el nivel de precios es directamente proporcional a la oferta de dinero.
- 2) No es suficiente para establecer que la oferta monetaria es la principal influencia sobre el ingreso nominal y el ingreso real en el corto plazo. Esta versión señala que el dinero tiene importancia para tales variables, sin embargo, no es la única influencia importante sobre éstas. (Roca, 2010:146)

En la forma fuerte de la teoría cuantitativa la transforma de una teoría de demanda de dinero en una teoría de ingreso nominal. Esta forma fuerte señala una curva LM casi vertical dado que es mínima la elasticidad de la demanda de dinero con respecto al interés.



Fuente: Roca, Richard, Análisis macroeconómico, p. 147

Los monetaristas manifiestan que la demanda de dinero es independiente de la oferta monetaria, ya que la demanda depende del ingreso y de las tasas de interés, por otro lado, la oferta depende tan sólo de las decisiones de las autoridades siendo así una variable exógena. Postulan el uso de una tasa de crecimiento del dinero constante, esto debido a dos factores.

- La política monetaria tiene un gran efecto sobre la economía siendo capaz de desestabilizarla. Los shocks generados por la política fiscal no tienen gran efecto sobre el producto, estos shocks pueden ser generados por una variación del gasto de gobierno, de los impuestos o por alteraciones en las cantidades de inversión privada. Variaciones en el sector monetario generan grandes fluctuaciones en el ingreso nominal y real en el corto plazo, esto generalmente es producto de la política monetaria y no de la inestabilidad de la cantidad de dinero demandada, por esto mismo, la autoridad monetaria es capaz de determinar el nivel de producto.
- La autoridad monetaria no es capaz de predecir una perturbación económica y la magnitud de sus efectos. Por tanto no sabe cuándo ajustar la oferta monetaria para disminuir la fluctuación de la producción. Debido a la falta de conocimiento de la autoridad monetaria sobre el mercado, Friedman asegura que es mejor mantener constante la tasa de crecimiento del dinero.

Una vez revisados los distintos enfoques de política monetaria, se podrá tener más clara la forma en que se aplica la política monetaria actualmente, teniendo en cuenta que se basa en el enfoque de la Nueva Economía Keynesiana basada en la microfundamentación de los fenómenos macroeconómicos, en las expectativas racionales y a la atribución del origen de los desequilibrios a fallas en los mercados.

CAPÍTULO II. POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO.

En base a lo que se ha visto en el capítulo anterior el Banco Central es el encargado de proveer de moneda, diseñar y conducir la política monetaria para cumplir con el objetivo del control de la inflación, emitir regulaciones para el sistema financiero, operar como prestamista de última instancia, coordinar cuestiones económicas y financieras con el gobierno, participar en la Comisión de Cambios, administrar las reservas internacionales, participar en foros financieros internacionales y en organismos como el Fondo Monetario Internacional y el BIS (Banco de Pagos Internacionales), y de instrumentar la política monetaria. Por esta razón dedicaremos parte de este capítulo a examinar las funciones del Banco de México y la forma de instrumentación de la política monetaria. En el primer apartado se comienza viendo en forma general las funciones de un banco central para después adentrarse al Banco de México.

2.1 EL BANCO DE MÉXICO.

El organismo encargado de establecer, vigilar y regular la cantidad de dinero que circula en un país es el banco central. En México, el banco central es el Banco de México (Banxico).

En todo país, el banco central desempeña un papel muy importante. Su función principal es preservar el valor de la moneda nacional, pero también actúa como regulador del sistema bancario y financiero, como prestamista de última instancia y como administrador de las reservas de divisas, que funcionan como respaldo del medio circulante (Heath, 2007:7).

Debido a las necesidades de desarrollo en los diferentes países, el Banco central fue emergiendo como la institución encargada de actuar como emisor único de moneda, prestamista de última instancia, cámara de compensación, custodio de reservas, generador de políticas anti-cíclicas y encargado de los tipos de cambios.

La contribución de los bancos centrales al desarrollo económico, como encargados de la política monetaria, e intermediarios en el ámbito financiero entre el sector público y el privado, se ha centrado en la influencia que ejercen sobre la formación y disponibilidad del ahorro; las medidas que aplican para mantener la estabilidad monetaria y afianzar la confianza en la moneda nacional; el efecto que produce la

regulación del crédito y la supervisión de las instituciones financieras; y en la forma en que la organización financiera se adapta a la política gubernamental.

Después del fin del sistema de Bretton Woods, cuando se observaron fluctuaciones importantes en el nivel del producto total incrementos y una inflación alta y variable, la función principal de los Bancos Centrales se centró en mantener la estabilidad de los precios. De esta manera, las leyes orgánicas de los bancos centrales han sido modificadas, incluso a nivel constitucional, para reafirmar su objetivo prioritario de conseguir la estabilidad de precios.

Además de la estabilidad de precios, otros de los objetivos que persigue los Bancos Centrales son: contribuir a la estabilidad financiera y al desarrollo de los mercados de capitales; gestionar eficientemente las reservas internacionales para afrontar turbulencias financieras y cambiarias; y contribuir con propuestas de política económica para fomentar el crecimiento sostenido de la economía (CEFP, 2009:3).

Se puede afirmar que, en general, los bancos centrales conducen su política monetaria ejerciendo control sobre la tasa de interés a corto plazo, y tratan de influir en la tasa de interés de largo plazo a partir de su influencia en formación de las expectativas del mercado. Por otro lado, a través de la difusión de sus objetivos a largo plazo, de sus estimaciones sobre la actividad económica y de sus previsiones acerca de la tasa de interés intentan modificar la conducta futura de los agentes económicos. Asimismo, mediante operaciones de mercado abierto, como la compra-venta de divisas, pueden ser capaces de afectar la paridad cambiaria (CEFP, 2009:4).

2.1.1 EL BANCO DE MÉXICO ANTES DE SU AUTONOMÍA.

El Banco de México se inauguró el 1 de septiembre de 1925. Se le confirió la facultad exclusiva de crear moneda, tanto mediante la acuñación de piezas metálicas como a través de la emisión de billetes. De tal manera, se le encargó la regulación de la circulación monetaria, de las tasas de interés y del cambio sobre el exterior. Asimismo se convirtió al nuevo órgano en agente, asesor financiero y banquero del Gobierno Federal (Turrent, 1995:9).

Durante los primeros años de su existencia, el Banco de México, al operar directamente con el público como un banco más de depósito y descuento, pudo disminuir de manera considerable el problema de la falta de crédito que por entonces era muy fuerte. Por otro lado, el control de las emisiones de billetes como facultad

exclusiva del Banco de México, a la vez que acabó con la práctica de las emisiones múltiples, convirtió a los bancos comerciales en instituciones ordinarias de depósito y descuento con posibilidades limitadas de creación de medios de pagos, tomando en consideración el empleo incipiente que por entonces se hacía de los cheques (Ramírez, 2009: 207).

Como resultado de la Gran Depresión hubo una menor entrada de dólares al país, lo que repercutió en menos circulante. La escasez de moneda metálica brindó al Banco de México la oportunidad de imprimir billetes y que estos fueran aceptados por el público. De esta forma, a principios de los años treinta y debido a los problemas coyunturales de la economía, el Banco de México se vio fortalecido (Heath, 2007:12).

El perfil del Banco de México como banco central en su sentido ortodoxo sólo se alcanzó con las reformas de su ley orgánica en 1932 y en 1936. En virtud de estas reformas se le otorgó la función creadora y reguladora de la moneda y el crédito, además se le encargó la función de la cámara de compensación.

En esta etapa, el Banco de México pudo fortalecer la aceptación del billete por parte del público y dejó de operar como banco de depósito y descuento y se convirtió en banco de bancos al obligar a los bancos comerciales a asociarse mediante la suscripción en acciones del 6% de su capital. Las relaciones del Banco de México con los demás se iniciaron principalmente por medio de redescuentos. En síntesis, estos pasos permitieron que se materializaran los esfuerzos del gobierno para dotar al país de un sistema monetario de carácter fiduciario donde apoyarse y regularse la expansión del crédito interno, para estimular las actividades productivas de la nación (Ramírez, 2009:207).

Con la reforma de su ley en 1938, en el gobierno de Lázaro Cárdenas, se pierde la idea original de un Banco de México autónomo e independiente y el instituto se convierte en un instrumento de financiamiento del gobierno.

En 1946, se aprueba una nueva ley, la Ley sobre Atribuciones del Poder Ejecutivo en Materia Económica, que termina por cambiar formalmente el papel del Banco de México. En vez de ser un organismo independiente que vele por la estabilidad de precios se convierte en explícitamente en la fuente primaria de financiamiento del déficit gubernamental (Heath, 2007:13).

La Segunda Guerra Mundial trajo cuantiosos capitales que buscaron refugio en México. Los instrumentos principales de la política monetaria, a principios de 1941, seguían siendo las variaciones en la tasa de redescuento y en la tasa de interés y las intervenciones en el mercado de valores. Todavía se consideraban los cambios en el encaje legal como un método de aplicación excepcional. En abril de 1941 se aprobó una nueva Ley Constitutiva del Banco de México, con el fin de adecuar su instrumentación a las nuevas condiciones económicas y financieras. También fijó el requisito de depósito obligatorio para pasivos en moneda nacional, no menor del 5% ni mayor del 20%, parejo o discriminatorio por tipo de región o depósito. El aumento continuo del circulante propició que el 31 de mayo de 1941, el Banco de México subiera el requisito de reserva al máximo: 20%. Además, estableció tasas de redescuento discriminatorias, 4% para operaciones hasta de 180 días y 5% para operaciones de más de 180 y menores de un año.

Como estas medidas fueron insuficientes para evitar que siguiera creciendo la oferta monetaria, el 31 de diciembre de 1941 se expidió otro decreto que elevó al 50% el porcentaje de depósito obligatorio máximo que el Banco de México podría fijar cuando las condiciones económicas así lo aconsejaran (Cavazos, 1976:87).

Los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial fueron de mucha inestabilidad lo que condujo a varias devaluaciones, con lo que el tipo de cambio pasó de 4.85 pesos por dólar en 1947 a 12.50 en 1954.

Después de la devaluación de 1954, se inició una etapa de progreso y estabilidad que se extendió de ese año hasta 1970. Durante ese período se logró que la economía creciera sostenidamente a un promedio superior de 6% anual, con una inflación promedio de 3% anual y tipo de cambio fijo. La disciplina fiscal le permitió al Banco de México no recurrir a la emisión primaria.

Con el cambio de sexenio en 1970, terminó la época dorada de estabilidad en México. Las siguientes tres décadas se caracterizaron por una elevada inflación y por una actitud de poco respeto al papel que debía asumir el Banco de México. Entre 1970 y 2000, la inflación promedio anual fue de 32%. Una de las razones principales de esta inestabilidad fue el sometimiento del Banco de México a financiar al gobierno federal, que mantuvo un déficit elevado entre 1973 y 1990 (Heath, 2007:14).

Durante este periodo se hicieron varios intentos por reformar al Banxico y evitar que siguiera siendo fuente de financiamiento del gobierno. Como resultado de la reducción

del déficit se logró reducir la inflación a un solo dígito en 1993. Quedaba la inquietud cómo institucionalizar la estabilidad de precios, muchos gobiernos habían optado por bancos centrales autónomos. El gobierno mexicano decidió hacer lo mismo. Así nació la autonomía del Banco de México que a partir del 1 de abril de 1994 funciona como un instituto totalmente independiente del resto de los poderes gubernamentales (Heath, 2007:15).

2.1.2 EL BANCO DE MÉXICO COMO ORGANISMO AUTÓNOMO.

El Banco de México es un organismo autónomo, tanto en sus funciones como en su administración, por lo que ninguna autoridad puede ordenarle conceder financiamiento, es decir, otorgar crédito por cualquier medio o adquirir valores. A pesar de que durante su historia el Banco de México había gozado cierto grado de autonomía, la cual había era aumentada o disminuida de acuerdo a las prioridades nacionales: actualmente en la ley se ha establecido su carácter de autónomo e incluso se han establecido mecanismos para garantizar que el mismo se preserve. En la exposición de motivos de la Iniciativa de Reforma a la Constitución con la que propuso dotar de autonomía al Banco de México se menciona que "las inflaciones agudas y prolongadas han estado estrechamente vinculadas, tanto en México como en el resto del mundo, con déficits considerables financiados mediante crédito del Banco Central. Por ello si se ha de tener una política permanente de lucha contra las fuerzas inflacionarias, resulta clara la conveniencia de separar la función de crear dinero, de otras tareas del Estado, en las que continuamente se enfrentan reiteradas demandas para aumentar el gasto".

2.1.3 LAS FUNCIONES DEL BANCO DE MÉXICO.

Las funciones del Banco de México son de dos tipos principalmente, unas corresponden a la realización de operaciones bancarias y otras corresponden a la función de autoridad reguladora. De acuerdo a la Ley de Banco de México (LBM), estas funciones son:

- Regular la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos.
- Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia.
- Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo.

- Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y, particularmente, financiera.
- Participar en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupan a bancos centrales.
- Operar con los organismos comprendidos en el punto anterior, con bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad financiera.

El estudio de la política monetaria implica el análisis de las decisiones públicas para el desarrollo y crecimiento económico las cuales se basan en un marco legal que determina sus funciones, propósitos y finalidades. La Ley del Banco de México (LBM) determina desde 1993 el concepto y características del Banco de México. En ésta se mencionan los instrumentos legales de política monetaria que definen una variable importante del desarrollo económico de los últimos años. Lo que trata dicha Ley es lo siguiente:

Únicamente al Banco de México le corresponde la emisión de billetes y el ordenar la acuñación de moneda metálica, así como el poner ambos signos en circulación a través de las operaciones que la LBM le autoriza realizar. Cabe señalar que aunque la acuñación de moneda se efectúa por parte de la Casa de Moneda de México, que es un organismo descentralizado de la administración pública federal, ésta se realiza exclusivamente de acuerdo a las instrucciones que recibe por parte del Banco de México.

El Banco de México emite y coloca moneda con el objeto de asegurar la suficiente circulación de moneda para posibilitar la realización de las operaciones mercantiles necesarias en la economía y de acuerdo a la política monetaria, la cual le corresponde establecer e implementar.

Cabe señalar que, es a través de operaciones crediticias, que el Banco de México pone en circulación la mayor parte de la moneda. Por lo tanto es importante mencionar que el financiamiento interno de Banco de México se define como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. Las Instituciones de Crédito deben canjear y retirar los billetes y monedas en circulación de acuerdo a lo que determine el Banco de México.

En cuanto a la regulación monetaria y crediticia, el Banco Central debe enviar al Presidente de la República y al Congreso de la Unión en enero de cada año un

informe “Exposición sobre política monetaria” que pondrá en práctica en el ejercicio que inicia. Adicionalmente debe enviarles, en septiembre un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio y, en abril, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el segundo semestre del ejercicio inmediato anterior y, en general, sobre las actividades del Banco en el conjunto de dicho ejercicio, en el contexto de la situación económica nacional e internacional.

El Banco de México puede actuar de manera directa con el propósito de contraer o expandir la liquidez en manos del público colocando o adquiriendo, respectivamente, títulos gubernamentales o bancarios en el mercado abierto. Si estima conveniente reducir la liquidez en poder del público puede hacerlo mediante la colocación de bonos de regulación monetaria, que tiene la facultad de emitir, tanto entre diversos intermediarios financieros como directamente en el público para así lograr en el mercado una sustitución de activos líquidos orientados al consumo por activos productivos; o bien recibiendo depósitos de la Banca, ya que tal captación disminuye los recursos prestables de la Institución de Crédito depositaria; mientras que si lo que pretende es aumentar el financiamiento que la Banca concede, ya sea por cuenta propia o en el desempeño de fideicomisos cuyo objeto es canalizar recursos a sectores considerados prioritarios, o puede hacer otorgándoles créditos o bien mediante la adquisición de valores emitidos por ellas.

En relación a lo anterior es conveniente mencionar que el Banco de México debe realizar exclusivamente mediante subasta las operaciones con valores a cargo del Gobierno Federal, de Instituciones de Crédito o de sí mismo, y que tiene asignada, en forma exclusiva, encargarse de la emisión, colocación, compra y venta de valores representativos de deuda interna del Gobierno Federal y en general del servicio de dicha deuda. Dichos valores deben ser títulos de crédito nominativos o al portador, con las características fijadas por el Banco y este último los mantendrá en depósito en administración cuando así lo determine.

La única vía, mediante la cual la ley permite al Banco de México otorgar crédito al Gobierno Federal, es a través del ejercicio de la cuenta corriente que tiene la encomienda de llevar a la Tesorería de la Federación con el fin de concentrar y ser el depositario de todos los fondos de que no hace uso inmediato el Gobierno Federal y cumplir así con la función de prestarle servicios de tesorería al mismo (no se consideran como crédito otorgado al Gobierno los valores emitidos por éste que sean propiedad del Banco Central).

El Banco Central le puede conceder financiamiento a las Instituciones de Crédito ya sea mediante el otorgamiento de créditos o a través de la adquisición de valores, únicamente con fines de regulación monetaria y a través de operaciones que se efectúen mediante subasta o de conformidad con las disposiciones de carácter general expedidas por el propio banco. Dichos financiamientos deben quedar garantizados por depósitos de dinero y de valores que dichas instituciones tengan en el propio Banco.

Con el propósito de atender necesidades de regulación monetaria y crediticia se ha establecido que las características de las operaciones activas, pasivas, y de servicios que realicen las Instituciones de Crédito, así como las de crédito, préstamo o reporto que celebradas por los intermediarios bursátiles, se deben sujetar a las disposiciones expedidas por el Banco de México. Estas últimas también serán aplicables a los fideicomisos, mandatos y comisiones de los intermediarios bursátiles.

El Banco de México está facultado para determinar la parte de los pasivos de las Instituciones de Crédito, hasta un máximo del veinte por ciento, que debe estar invertido en depósitos en efectivo en el propio banco central, con o sin causa de intereses, en valores de amplio mercado o en ambos tipos de inversiones. Esto también es aplicable a los fideicomisos, mandatos o comisiones, excepto los constituidos por el Gobierno Federal, mediante los cuales instituciones fiduciarias capten recursos del público o reciban fondos destinados al otorgamiento de crédito o a la inversión en valores, con un máximo del cincuenta por ciento en este caso.

Por el lado de la Reserva Internacional y la Regulación Cambiaria, el Banco de México cuenta con una reserva de activos internacionales, la cual tiene por objeto procurar la compensación de desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país, facilitando con ello la realización de las operaciones internacionales y coadyuvando a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. La reserva internacional se constituye con la posición de divisas, oro y plata, propiedad del Banco, que se encuentren libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna; la diferencia, siempre que sea positiva, entre la participación de México en el FMI y el saldo del pasivo a cargo del Banco por el mencionado concepto; y las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósitos de regulación cambiaria provenientes del FMI y de otros organismos de cooperación financiera internacional.

El Banco de México, para el cumplimiento de su objetivo prioritario que es mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, puede compensar el aumento de circulación de moneda o de sus obligaciones a la vista, resultante de las

adquisiciones de divisas que efectúe, mediante la colocación y en su caso emisión de valores a cargo del Gobierno Federal, abonando el producto a un depósito a su cargo sin intereses a favor del propio Gobierno a quien se le entregarán los fondos en la proporción de las enajenaciones de divisas que el Banco efectúe que determinen disminución en la circulación de la moneda o en el monto de las obligaciones a la vista de éste.

Por otro lado, el Banco de México como parte de su facultad de establecer la política monetaria del país, ejerce control sobre el funcionamiento de los sistemas de pagos, es decir, sobre el conjunto de mecanismos que apoyan la liquidación de obligaciones que realizan los diferentes participantes en transacciones monetarias. Los sistemas de pagos son mecanismos que permiten que los capitales involucrados en la operación diaria del Sistema Financiero sean transferidos entre todos sus participantes.

Los sistemas de pagos pueden ser tradicionales, consistiendo en transferencias con base a documentos y procesos manuales, o automatizados, mediante sistemas de proceso de datos y telecomunicaciones. Con este último tipo de sistema de pagos los pagos se realizan de una manera más rápida y se disminuyen los riesgos a que pudieran estar expuestos los diferentes participantes en el mismo. Los mencionados riesgos principalmente se refieren al riesgo de crédito y al riesgo sistémico. El primero de ellos, en una transacción, se refiere a la posibilidad de que la contraparte obligada a hacer un pago no se encuentre en posibilidad de efectuarlo por insolvencia. Mientras que el segundo se refiere a la posibilidad de que el incumplimiento de un participante pueda generar un quebranto en cascada en el Sistema Financiero y poner en peligro la integridad del mismo.

Los pagos que tienen que realizar entre sí las Instituciones de Crédito se llevan a cabo mediante el Sistema de Pago Interbancario administrado por el Centro de Cómputo Bancario (CECOBAN). Éste último es una cámara de compensación automatizada como un fideicomiso administrado por el Banco de México, el cual inició sus operaciones en la Ciudad de México y actualmente es la única cámara de compensación en operación en el país. Mediante este sistema también se puede realizar la liquidación de transacciones al menudeo, tales como pago de nómina, el pago de proveedores y pagos pre autorizados, mediante transferencia electrónica de fondos, con lo cual se ha substituido al cheque como medio de pago, logrando rapidez y seguridad.

Mediante el Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA), las Instituciones de Crédito pueden realizar con agilidad pagos en transacciones de alto valor con fecha valor mismo día, disminuyendo con ello el uso del cheque como medio de pago. Este sistema incluye líneas de crédito bilaterales entre los participantes y la facilidad para la entrega de garantías por parte de éstos al Banco Central. Al cierre del SPEUA, la liquidación de los saldos netos resultantes de la operación se efectúa, por medio del Sistema de Atención a Cuentahabientes de Banco de México (SIAC-BANXICO), contra las cuentas corrientes de las instituciones de Crédito.

Como otra facultad del Banco de México se encuentra la expedición de normas. El Banco de México, de acuerdo a la Constitución, cuenta con las atribuciones de autoridad necesarias para llevar a cabo las funciones de regulación monetaria crediticia y cambiaria que la ley le encomienda. De acuerdo a esto la LBM le faculta a expedir sólo aquellas disposiciones de aplicación general que tengan por propósito la regulación monetaria o cambiaria, el sano desarrollo del Sistema Financiero, el buen funcionamiento del sistema de pagos, o bien, la protección de los intereses del público. Estas disposiciones pueden referirse a uno o varios tipos de intermediarios, a determinadas operaciones, o a ciertas zonas o plazas. Adicionalmente establece que las sanciones impuestas por el Banco deben tener como objetivo el preservar las normas del orden público establecidas por la LBM.

Finalmente, las funciones del Banco de México y su administración son llevadas a cabo por una junta de Gobierno y un Gobernador. La junta de Gobierno está integrada por cinco miembros, de los cuales uno es el Gobernador del Banco y los otros reciben el nombre de Subgobernadores.

De acuerdo a la Constitución las personas a cargo de la conducción del Banco de México deben ser designadas por el Presidente de la República con la aprobación de la Cámara de Senadores o de la Comisión Permanente, en su caso.

Las reuniones de la Junta de Gobierno deben ser convocadas por el Gobernador o cuando menos por dos de los Subgobernadores, deben celebrarse con la asistencia de al menos tres de sus miembros y en las mismas tendrá voto de calidad quien presida la sesión en caso de empate. Tanto el Secretario con el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público pueden asistir a las sesiones de la Junta de Gobierno con voz pero sin voto e incluso pueden convocar a las mismas y proponer asuntos a ser tratados.

Entre las facultades de la Junta de Gobierno se encuentran el determinar las características de los billetes y composiciones metálicas de las monedas; autorizar las órdenes de acuñación de moneda y de fabricación de billetes; resolver sobre el otorgamiento de crédito del Banco al Gobierno Federal; fijar las políticas y criterios conforme a los cuales el Banco realice sus operaciones; autorizar las emisiones de bonos de regulación monetaria y fijar sus características; determinar las características de los valores a cargo del Gobierno Federal que el Banco emita, así como las condiciones en que deben colocarse, establecer las políticas y criterios conforme a los cuales se expidan normas por parte del Banco.

Al Gobernador le corresponde tener a su cargo la administración del Banco, su representación legal y el ejercicio de sus funciones, la ejecución de los acuerdos de la Junta de Gobierno y de la Comisión de Cambios; ser el enlace entre el Banco y la Administración Pública Federal.

Las únicas causas que se marcan para la remoción de un miembro de la Junta de Gobierno son el empleo en un cargo o comisión diferente de aquellos en que actúen en representación del Banco y de los remunerados en asociaciones docentes, científicas culturales o de beneficencia; deja de ser ciudadano mexicano; no cumplir los acuerdos de la Junta de Gobierno o someter a consideración de ésta información falsa a sabiendas; no cumplir los acuerdos de la Comisión de Cambios; utilizar la información confidencial de que disponga en razón de su cargo en beneficio propio o de terceros, su incapacidad física o mental que impida el correcto ejercicio de sus funciones durante más de seis meses; o bien ausentarse de sus labores sin causa de fuerza mayor, motivo justificado o sin la autorización de la Junta de Gobierno.

El entendimiento de los objetivos y estrategias del Banco de México no muestra cómo es realmente conducida la política monetaria, por tanto se va a realizar una revisión de la política monetaria puesta en marcha en México en el período 1973-2011. Para entender los resultados prácticos se tiene que ver la conducta pasada de la política monetaria. Esta revisión histórica mostrará como el Banco de México ha llevado a cabo sus deberes, además ayudará a interpretar las actividades del Banco de México y ver hacia donde puede encaminarse la política monetaria de México en el futuro.

La política monetaria en México ha tenido cambios muy importantes por lo cual se considerarán tres etapas:

- La primera abarca de 1973 hasta 1982, donde la política monetaria es expansiva y estuvo subordinada al logro del crecimiento económico, México creció a una tasa relativamente alta, aunque con cierta inestabilidad macroeconómica, ya que se observaron episodios de devaluación e inflación, así como un elevado endeudamiento externo.
- La segunda abarca de 1982 a 1994, donde las autoridades emprenden distintas estrategias con el fin de lograr el crecimiento económico con estabilidad de precios, el instrumento principal para alcanzar estos objetivos fue la estabilidad del tipo de cambio. El país atravesó por un periodo de ajuste económico con fuertes choques externos negativos (un importante aumento en la tasa de interés mundial y una fuerte caída en el precio internacional del principal producto de exportación, el petróleo), aunque también se caracterizó por reformas económicas importantes. A su vez, este periodo culminó, con una profunda crisis económica hacia finales de 1994, que se extendió hasta la primera mitad de 1995.
- La tercera y actual etapa inicia en 1995 que empieza con la autonomía del Banco de México en 1993 y tiene como único objetivo la estabilidad de precios mediante una estrategia monetaria de metas de inflación. De 1995 a la fecha la economía mexicana ha regresado lentamente a la estabilidad macroeconómica de la primera y segunda etapa, aunque con un crecimiento económico muy bajo (cercano a 1% anual en términos per cápita), por lo que dicho periodo fue conocido como el de "estancamiento estabilizador". (Esquivel, 2010)

Se sintetiza la política monetaria con el fin de entender la política que dominó en México entre 1973 y 1982, las bases sobre las que se diseñaron los Planes Nacionales de Desarrollo 1983-1988 y 1989-1994. Posteriormente se detalla la política monetaria de los años ochenta y mediados de los noventa durante la administración de Miguel de la Madrid y Carlos Salinas de Gortari, cuando la estabilidad de precios se confió al éxito del mantenimiento del tipo de cambio. Finalmente, se puntualiza el uso de anclas monetarias e institucionales para lograr el objetivo único de controlar la inflación.

2.2 LA POLÍTICA MONETARIA EN 1973-1982.

En el sexenio de Luis Echeverría (1970-1976), el modelo de crecimiento con estabilidad seguido en los dos sexenios anteriores fue sustituido por uno en el cual el Estado se convirtió en el principal promotor de la actividad económica y del empleo, una de las consecuencias fue un aumento en el déficit público, el cual fue financiado principalmente con crédito del banco central.

De esta manera, el déficit del sector público tiende a repercutir sobre la base monetaria. Esto tiene varias implicaciones en el diseño de la política monetaria en México: La base monetaria es una variable supeditada y comprometida con las decisiones de política fiscal. La regulación y del crédito interno se debía hacer, principalmente a través de regular el multiplicador bancario correspondiente. El encaje legal fue el instrumento central en el diseño de la política monetaria. Por medio de este se podían aumentar las reservas monetarias en un plazo determinado y así captar los recursos necesarios para el financiamiento del déficit público en un período determinado. Asimismo, por medio del encaje legal se regulaba el multiplicador bancario (Vázquez, 1982:29-30).

El banco de México utilizaba el encaje legal en todas sus modalidades (Ramírez, 2009:423):

- i) Ampliaba la base al aplicarse no sólo a los depósitos sino también al pasivo exigible de los bancos y después al computable.
- ii) Se aplicaba a otras instituciones crediticias como a las sociedades financieras.
- iii) Se aplicaba no sólo a los pasivos en moneda nacional sino también a los pasivos en moneda extranjera.
- iv) Asimismo, se aplicaba el encaje marginal.
- v) Se generalizó el mecanismo de inversión obligatoria.
- vi) Se establecieron los topes de activos y pasivos de los bancos.
- vii) Fijaba semanalmente el nivel de las tasas de interés pasivas y activas de los bancos comerciales.

Por otro lado, las operaciones de redescuento se utilizaban como medida de apoyo a la del mecanismo de encaje legal en su acción reguladora de la liquidez del sistema y también se utilizaba para dirigir el destino del crédito. En este período, la fuente más

importante de la base monetaria fue el financiamiento otorgado por el Banco Central al sector público (Vázquez, 1982:30).

El tipo de cambio que se había sostenido en 12.50 por un período de 22 años pasó a un nivel que fluctuó entre 22.50 y 24.50 pesos por dólar entre 1977 y 1982. En ese último año se produce una serie de devaluaciones que lleva el tipo de cambio a 149.25 por dólar (Ramírez, 2009:423).

A principios de la década de los setenta del siglo pasado se agudizaron algunas de las restricciones tradicionales que el país enfrentaba para continuar con su proceso de industrialización y crecimiento. La inflación interna aumentó sustancialmente en comparación con la estabilidad de precios alcanzada durante el llamado desarrollo estabilizador. Esto se dio en un entorno internacional económico turbulento donde la recesión se combinó con desajustes financieros importantes.

Después de los primeros trimestres de 1973, se registra una etapa de restricción monetaria que abarca hasta finales de 1974. La segunda etapa corresponde a un periodo de expansión monetaria, en donde la tasa de crecimiento aumenta trimestre a trimestre y arranca el primer trimestre de 1975, concluyendo en el cuarto trimestre de 1976. (Vázquez, 1982,32).

En 1976 México enfrentó una crisis económica y financiera importante, la cual se tradujo en una devaluación brusca del peso frente a las principales divisas. En respuesta a la situación económica se introdujeron modificaciones importantes en la política económica, incluida la política monetaria.

En el cuarto trimestre de 1976, se inicia una tercera fase de carácter muy restrictivo que abarca todo 1977. La política monetaria y crediticia durante 1977 se concentró en frenar los procesos especulativos post devaluatorios de 1976, reducir las presiones inflacionarias, moderar la dolarización del sistema financiero, estimular el ahorro financiero en moneda nacional y apoyar la reactivación económica mediante el aumento de la oferta crediticia. El proceso de desintermediación financiera podía desembocar en una reducción del financiamiento total otorgado a las empresas del sector privado, lo cual provocó que las disposiciones adoptadas se orientaran principalmente a lograr un aumento en la capacidad de financiamiento de las instituciones de crédito, fomentando la captación del ahorro proveniente del público y liberando recursos a través del encaje legal.

Entre las principales medidas de política monetaria y crediticia adoptadas durante 1977, destacan las referentes a la modernización de los mecanismos de control de la oferta monetaria que implicaron una serie de cambios en el mecanismo de encaje legal, en las tasas de interés que fueron aumentadas para que fueran positivas en términos reales. En lo que se refiere a los pasivos nominados en moneda extranjera, se determinó que la tasa de interés estuviera en función de las vigentes en el mercado del eurodólar.

Con la creación de la banca múltiple se dio el primer paso hacia la homogeneización de los requisitos del encaje legal, instituyéndose el 1 de abril de 1977, una tasa de encaje legal única para los pasivos en moneda nacional de todas las instituciones de banca múltiple. Una tasa de encaje legal única evitaba la sustitución de pasivos con distintas tasas de encaje y proporcionaba también una mayor estabilidad del multiplicador monetario y por lo tanto un mayor control sobre la oferta monetaria por parte del Banco central.

También en 1977 se dispuso la creación de los Certificados de la Tesorería, CETES, aunque su emisión se hizo a partir de la tercera semana de enero de 1978, con el fin de contribuir a consolidar un mercado de dinero, en el cual las tasas de interés fueran determinadas por el mecanismo de los precios. La separación del impacto monetario directo del déficit gubernamental de sus efectos sobre la demanda agregada, se haría posible mediante las operaciones de mercado abierto que se llevaría a cabo con los CETES, permitiendo así un mejor control sobre la base monetaria (Montemayor, 1984: 57-58).

A partir de 1978 se inicia nuevamente un período de expansión monetaria, en donde la tasa de crecimiento de las variables monetarias aumenta en forma muy rápida y llega hasta 1981. En este período el crecimiento de la deuda pública con el Banco Central aumenta de manera considerable alcanzando en algunos trimestres tasas de crecimiento cercanas a 50%. Este período expansionista, asociado al auge petrolero, se podría enmarcar dentro de un esquema de política económica y monetaria de carácter expansionista que no enfrenta restricción de recursos financieros. Esta última parte del período contrasta con la anterior etapa expansionista en donde la actividad monetaria se desarrolló dentro de un esquema con recursos financieros limitados (Vázquez, 1982,34).

En 1978 se continuaron los procesos de homogeneización de los requisitos de encaje legal, manteniéndose los coeficientes de encaje establecidos en 1977. Se mejoraron

las tasas de interés pasivas, sosteniéndose el diferencial entre las tasas de interés en moneda nacional y las tasas en moneda extranjera. Se experimentó una significativa recuperación económica y una reducción en la inflación. Se utilizó el encaje legal, la canalización selectiva del crédito, la adecuación de las tasas de interés pasivas, así como las disposiciones para regular el flujo del crédito en el último trimestre del año. En lo que respecta al encaje legal, se adoptaron una serie de medidas dirigidas a simplificar y agilizar la operación de este mecanismo. La política de orientación selectiva del crédito trató de tener un mayor grado de flexibilidad, buscando una asignación más eficiente de los recursos, eliminándose algunos cajones o ampliándose el tipo de operaciones. El constante aumento de las tasas de interés internacionales representó una presión para subir las tasas de interés domésticas.

Una vez confirmada la recuperación de la actividad económica, el Banco de México dispuso la creación de depósitos de regulación monetaria por la banca privada y mixta en el Banco Central con el fin de retirar temporalmente de la circulación recursos financieros, regulando el ritmo de aumento de la liquidez en la economía y la expansión de la demanda agregada.

Para 1979 ya se habían producido cambios importantes en el sistema financiero mexicano. Las acciones de política monetaria estaban dirigidas principalmente al logro de dos objetivos: 1) simplificar los mecanismos de regulación monetaria y crediticia, alcanzando mayores niveles de eficiencia, y 2) fomentar una mayor flexibilidad y modernización del sistema.

Para combatir el fenómeno de dolarización que se había acentuado desde el mes de mayo, en agosto de 1979 entró en operación el sistema de revisión periódica de las tasas de interés de los principales instrumentos de captación en moneda nacional, lográndose disminuir el coeficiente de dolarización de la captación adicional de la economía, del 64.9% en agosto a un promedio de 36.4% de septiembre a diciembre. La estructura de la captación también se modificó, incrementando su participación de manera sustancial los depósitos a corto y mediano plazo, de 1 a 6 meses. Durante 1979 la política monetaria pretendió lograr dos objetivos fundamentales: asegurar un flujo continuo de recursos financieros para apoyar el proceso de expansión económica, pero cuidando no inyectar montos excesivos de recursos que pudieran acelerar el proceso inflacionario.

Durante el primer trimestre de 1980 las tasas de interés internacionales pagadas en instrumentos a diferentes plazos aumentaron de manera sustancial, reforzando el

proceso de dolarización. Para combatirlo se elevó una vez más la tasa efectiva de encaje legal.

Durante 1981 las principales medidas de política monetaria fueron, la consolidación de la política de tasas de interés pasivas, de acuerdo a la cual las tasas de interés pagaderas sobre depósitos en moneda nacional se mantuvieron a niveles adecuados para compensar los diferenciales entre la inflación interna y la externa.

1982 fue un año especialmente difícil para México. Después de cuatro años de un crecimiento en el producto real, este disminuye. Los acontecimientos ocurridos en el mercado cambiario dominaron durante el año y afectaron las expectativas del público y las medidas que adoptaron las autoridades monetarias y financieras. Adicionalmente, se introdujeron modificaciones fundamentales en el régimen de propiedad de la banca que se nacionaliza y se estableció el control generalizado de cambios. Además, la deuda externa tanto pública como privada creció de manera muy rápida y el país estuvo a punto de declararse en suspensión de pagos. En esas condiciones, las autoridades monetarias procuraron mantener bajos los niveles de liquidez en la economía, a fin de reducir las presiones inflacionarias y la fuga de capitales. También se requería que se estimulara el ahorro doméstico y se canalizaran recursos adecuadamente a los sectores público y privado.

En tales circunstancias, la política monetaria se basó en el uso de cuatro instrumentos: el manejo de las tasas de interés, tanto en sus niveles como en su estructura, los depósitos de regulación monetaria, la realización de subastas de depósitos a plazo fijo y la colocación de CETES entre el público (Montemayor, 1984: 59-63).

2.3 LA POLÍTICA MONETARIA EN 1983-1994.

La crisis de 1982 no sólo evidenció las deficiencias estructurales de la economía mexicana, sino que también generó dudas sobre cuál debería ser el objetivo principal de la política monetaria. La experiencia resaltó los problemas de una estrategia de política monetaria dirigida al logro del crecimiento económico en el corto y mediano plazo. La expansión monetaria del período previo no sólo no condujo a un crecimiento auténtico, sino que obstaculizó en alguna medida su cumplimiento, generando espirales inflacionarias y desestabilizando la paridad cambiaria. En estas condiciones, el ambiente intelectual y político a principios de la década de los ochenta favoreció un cambio hacia el neoliberalismo (Garriga, 2010:5).

Con el inicio del nuevo gobierno en diciembre de 1982, se pusieron en marcha una serie de programas de estabilización con el fin de reactivar la actividad económica y controlar la inflación.

Hasta 1984, los principales instrumentos de la política monetaria fueron las tasas pasivas de interés y el encaje legal. El Banco de México fijaba las tasas máximas que podrían pagar los bancos por depósitos y, mediante un complejo sistema de encajes básicos y marginales, regulaba la liquidez y la canalización del crédito a los sectores público, privado y social. El banco central tenía entonces la triple función de estabilizar la balanza de pagos, regular la liquidez y colocar la deuda pública interna (Mantey, 1995:135).

La fijación de tasas pasivas y el complicado sistema de encajes se volvieron inmanejables cuando las tasas de interés externas aumentaron su variabilidad en los ochenta, y proliferaron las innovaciones financieras en un entorno internacional desregulado. Para facilitar la adecuación del sistema financiero mexicano a estos cambios, mejorar su competitividad y atraer recursos externos, se inició la liberalización del sistema bancario mexicano y se promovió el desarrollo del mercado de valores.

La liberalización fue favorecida de alguna manera por la nacionalización bancaria, permitiendo al Estado controlar el proceso de transición. Los encajes se sustituyeron en una primera etapa, por regulaciones de cartera para asegurar el financiamiento al sector público, las cuales desaparecieron una vez que el gobierno saneó sus finanzas.

La ley orgánica del Banco de México de 1984, redujo su responsabilidad en la colocación de la deuda pública interna en el sistema financiero y limitó el financiamiento directo que el Banco podía otorgar al gobierno federal, separando la instrumentación de la política monetaria de la política fiscal (Mantey, 1995:135).

En el marco de los programas ortodoxos de estabilización, la política monetaria se reorientó a la disminución del déficit externo y al control de la inflación, mediante la contracción del crédito interno real del Banco Central. Sin embargo, la drástica reducción de los flujos de financiamiento externo acentuó la dependencia de la política monetaria en relación con el déficit fiscal, limitando los márgenes de maniobra de las autoridades monetarias. Así, entre 1983 y 1986 la restricción monetaria afectó principalmente a las fuentes internas de la base monetaria no gubernamentales, aumentando la restricción crediticia sobre el sector privado. Todo esto ocurrió a pesar

de la creación de nuevos instrumentos de deuda pública, como los PAGAFES y BONDES, en adición a la liberalización de las subastas de CETES, cuyo rendimiento se convirtió en la tasa de interés de referencia. Las tasas reales de interés fueron negativas *ex-post*, porque la inflación resultó consistentemente superior a la prevista. Si bien *ex-ante* las tasas de interés parecían positivas, la aceleración de la inflación acentuó la desintermediación bancaria, el desbalance financiero del sector público y la restricción crediticia al sector privado (véase cuadros 1 y 2).

En materia de reformas financieras, las principales medidas, a partir de la liberalización de tasas y de la creación de nuevos instrumentos de deuda pública, se orientaron a la reestructuración de los bancos previamente nacionalizados y a la creación de las condiciones legales necesarias para su capitalización. En 1987 la tasa marginal de reservas bancarias se redujo de 92% a 51%, dando inicio al desmantelamiento de la política de asignación directa del crédito (Clavijo y Valdivieso, 2000:43).

La pérdida de grados de libertad de la política monetaria al inicio del programa heterodoxo (diciembre 1987 - enero 1988) fue tal que urgían reformas para revertir la desintermediación y devolverle a la banca una parte considerable del mercado crediticio que se había transferido a las casas de bolsa. Para esto, en primer lugar se suprimieron las restricciones cuantitativas en la canalización del crédito, se liberaron las tasas de interés activas y pasivas y, un año después (1989), se sustituyó el coeficiente de reserva obligatoria por un coeficiente de liquidez de 30% sobre la captación en moneda nacional, que podía satisfacerse con tenencia de CETES, BONDES y/o con depósitos de efectivo a la vista con intereses en el Banco de México. Esto implicó la total desaparición de los cajones selectivos de crédito y sentó las bases para las dificultades experimentadas más tarde en el control de la liquidez (Clavijo y Valdivieso, 2000: 48).

Cuadro 1. Agregados monetarios (Porcentajes del PIB).					
AÑO	Base monetaria	M1	M2	M3	M4
1973	14.86%	12.17%	33.46%		
1974	14.62%	11.22%	30.33%		
1975	15.94%	11.12%	31.46%		
1976	16.85%	12.11%	28.84%		
1977	15.86%	11.34%	26.78%		
1978	16.85%	12.33%	28.65%	28.70%	31.50%
1979	16.59%	12.02%	28.20%	28.80%	31.70%
1980	16.06%	11.01%	27.88%	28.70%	31.30%
1981	17.00%	10.71%	31.12%	32.20%	33.90%
1982	20.24%	10.32%	33.32%	36.00%	37.20%
1983	17.52%	7.99%	29.48%	31.80%	34.10%
1984	16.48%	7.88%	30.44%	32.90%	35.25%
1985	12.12%	7.53%	27.70%	30.00%	33.32%
1986	10.78%	7.76%	32.23%	36.00%	41.22%
1987	7.63%	7.30%	31.82%	38.20%	43.73%
1988	4.21%	5.36%	21.01%	29.40%	32.30%
1989	4.05%	5.72%	22.78%	33.30%	36.90%
1990	4.08%	6.81%	24.73%	34.90%	40.10%
1991	4.06%	11.58%	28.33%	33.50%	40.90%
1992	3.91%	11.24%	28.75%	33.30%	41.30%
1993	3.76%	11.85%	29.20%	36.60%	46.80%
1994	4.01%	10.88%	31.31%	40.90%	51.30%
1995	3.64%	9.00%	33.57%	37.69%	47.89%
1996	3.30%	9.15%	31.53%	36.19%	45.84%
1997	3.43%	9.43%	30.05%	36.92%	46.95%
1998	3.42%	9.23%	30.20%	36.60%	47.46%
1999	4.08%	9.80%	29.30%	37.90%	48.43%
2000	3.80%	10.29%	42.82%	43.33%	44.36%
2001	3.88%	11.83%	47.66%	48.15%	48.99%
2002	4.21%	12.24%	48.80%	49.21%	49.90%
2003	4.41%	12.44%	50.18%	50.67%	51.14%
2004	4.41%	12.28%	49.30%	50.46%	50.96%
2005	4.11%	11.55%	47.19%	48.68%	49.14%
2006	4.33%	11.74%	47.91%	49.62%	50.11%
2007	4.37%	11.93%	47.57%	49.89%	50.53%
2008	4.74%	12.17%	51.47%	54.15%	54.84%
2009	5.30%	13.54%	55.96%	59.15%	59.77%
2010	5.30%	14.01%	55.06%	60.75%	61.40%
2011	4.56%	12.61%	12.61%	52.47%	59.83%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Cuadro 2.				
Tasa de interés nominales y reales. (Porcentajes)				
AÑO	CETES 28 Nom.	CETES 28 Real	CETES 91 Nom.	CETES 91 Real
1978			12.8	-4.6
1979			18	-6.6
1980			22.5	-4.3
1981			30.8	-17.7
1982	45.3	-28	45.7	-27.8
1983	56.6	-5.4	59.1	-3.8
1984	48.6	-5.8	49.3	-5.4
1985	60.2	-14	63.2	-12.4
1986	86.7	-19.5	88.1	-18.9
1987	96	-8.5	103.1	-5.2
1988	69.5	41.3	63.8	36.5
1989	45	14.5	44.8	14.3
1990	34.8	9.9	35	10.1
1991	19.3	-6.9	19.8	-6.5
1992	15.6	4.2	15.9	4.5
1993	15	8.7	15.5	9.1
1994	14.1	-15.5	14.6	-15.1
1995	48.4	15.3	48.2	15.2
1996	31.4	4.3	32.9	5.5
1997	19.8	5.3	12.3	0.6
1998	24.7	7.9	26.2	8.9
1999	22.4	5	21.6	4.3

Fuente: Clavijo y Valdivieso.

En 1991 se eliminó el coeficiente de liquidez obligatorio y se sustituyó por uno de reserva voluntaria. Esta medida fue justificada por las autoridades monetarias en el sentido de que el aumento de la captación bancaria generaba una demanda creciente de valores gubernamentales en circunstancias en las que la oferta de estos últimos se venía reduciendo a consecuencia del desendeudamiento del gobierno federal, como consecuencia de la privatización bancaria. Sin embargo, esto implicó que, posteriormente, el control de la liquidez sólo se pudiera lograr a través de operaciones de mercado abierto, situación que, con la afluencia de capitales que se desencadenó con el éxito de las privatizaciones y las expectativas del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), dificultó al Banco Central el manejo de la liquidez. El desmantelamiento del sistema de encaje legal provocó, por otro lado, que a partir de 1992, la creación monetaria fuera resultado fundamentalmente de la elevada

expansión del multiplicador crediticio. Adicionalmente, el saneamiento fiscal y los recursos obtenidos de las privatizaciones permitieron reducir drásticamente la deuda del sector público con el Banco Central, lo que permitió una expansión sin precedente del crédito interno al sector privado la cual, en un marco de regulación prudencial incipiente, de supervisión insuficiente y con un Banco Central sin instrumentos, estaría en el origen de los problemas experimentados posteriormente por el sistema bancario mexicano (Clavijo y Valdivieso, 2000: 49).

La política cambiaria jugó un papel importante en este período. Entre septiembre de 1982 y diciembre de 1991, México tuvo un sistema de tipo de cambio dual: uno libre y otro controlado. El primero, como su nombre lo indica, estaba determinado por la oferta y la demanda mientras que el segundo se utilizó en las importaciones de insumos y de bienes de capital, así como de algunos productos básicos. "Cabe destacar que el tipo de cambio controlado vinculaba la política cambiaria con la política comercial, introduciendo distorsiones que subsidiaban la competitividad de las exportaciones mexicanas" (Garriga, 2010:6).

Con el ancla cambiaria y las abundantes entradas de capital, la política monetaria se concentró en el esfuerzo de esterilizar, al menos en parte, la liquidez resultante. Entre 1989 y 1993 ingresaron al país 90 mil millones de dólares por concepto de inversión extranjera directa y de portafolio, colocación de bonos públicos y privados, y repatriación de capitales. Los esfuerzos por esterilizar parcialmente estos recursos se reflejaron en la fuerte contracción del saldo del crédito interno neto del Banco Central al sector privado. La base monetaria tuvo tasas de expansión moderadas y redujo su participación en el PIB, no sólo como resultado de lo anterior, sino también debido a la amortización de la deuda interna del gobierno (Clavijo y Valdivieso, 2000: 54).

Los esfuerzos de esterilización presionaron las tasas reales de interés al alza e hicieron que, dada la certidumbre cambiaria, continuara la entrada de capitales por motivos de arbitraje. Esto redujo el margen de acción de la política monetaria y acentuó la dicotomía en el acceso al crédito. Las empresas triple A se fondearon, como en el pasado, en los mercados internacionales, en tanto que las otras tuvieron que pagar tasas reales de interés mayores con el correspondiente costo en competitividad. La demanda de crédito estaba desbordada, tanto por el periodo de racionamiento anterior, como por la remonetización de la economía resultante de la desinflación. La oferta de crédito al sector privado, por su parte, se expandió aceleradamente debido tanto a la eliminación del encaje legal como a la amortización de la deuda pública interna, equivalente a 10 puntos porcentuales del producto entre

1990 y 1993. Como resultado, el crédito al sector privado creció a tasas de 30% real durante ese periodo (Clavijo y Valdivieso, 2000:54).

Entre 1991 y 1993 la política monetaria parece no haber sido *ex-post* lo suficientemente restrictiva, dado el vigor de la demanda de crédito y la expansión del multiplicador bancario resultante de la eliminación del encaje legal. En 1994 la política monetaria se volvió claramente expansiva al compensar la pérdida de reservas internacionales con una expansión del crédito interno neto al sector financiero. De no haber procedido de esa forma, las tasas de interés, la demanda de importaciones y el déficit comercial hubieran aumentado fuertemente, y frenado la actividad económica (Clavijo y Valdivieso, 2000:55).

Aun cuando el objetivo principal de la política monetaria fue la estabilidad de precios (el control de la inflación), no se abandonó el objetivo de crecimiento económico, lo que cómo es sabido genera algunas complicaciones ya que estos dos objetivos son conflictivos, el logro de uno implica el alejamiento del otro. "La característica central de este período es que se abordó el problema de la inflación desde el ángulo de la política cambiaria, convirtiéndose la estabilidad del tipo de cambio en la preocupación central de las autoridades monetarias" (Garriga, 2010:6).

2.4 LA POLÍTICA MONETARIA EN 1994-2011

El elemento a destacar en el inicio de este período es que aun cuando la autonomía del Banco de México fue decretada en 1993, es en 1994 cuando entra en vigor. Esto se dio en un contexto de inflación a la baja. Todo parecía indicar que después de muchos años de políticas antiinflacionarias de todo tipo, el gobierno mexicano finalmente había logrado vencer la inflación. A partir de 1988, con la excepción de principios de 1990, la inflación fue descendiendo de manera notable como se puede apreciar en la siguiente gráfica:



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Como se puede apreciar en la gráfica 6, en 1994 la inflación se había logrado reducir a un sólo dígito y México parecía encaminarse finalmente a una etapa de estabilidad macroeconómica. Sin embargo, a finales de ese año se desató una de las crisis más agudas por las que ha atravesado la economía mexicana en el último medio siglo, la cual fue detonada por la devaluación del peso en diciembre y se acentuó por la posibilidad de una suspensión de pagos sobre la emisión de miles de millones de dólares de tesobonos, para los cuales no existían recursos suficientes que los cubrieran en el corto plazo (Esquivel, 2010:46).

Durante 1995-1996 la inflación fue de alrededor del 35 por ciento disminuyendo rápidamente durante 1997-1998, con un ligero repunte en 1999. A partir del año 2000, la inflación ha sido de un dígito, alcanzándose la meta de inflación, de $3\% \pm 1$, sólo en cinco años, de 2005 a 2007 y en 2010-11 (gráfica 6).

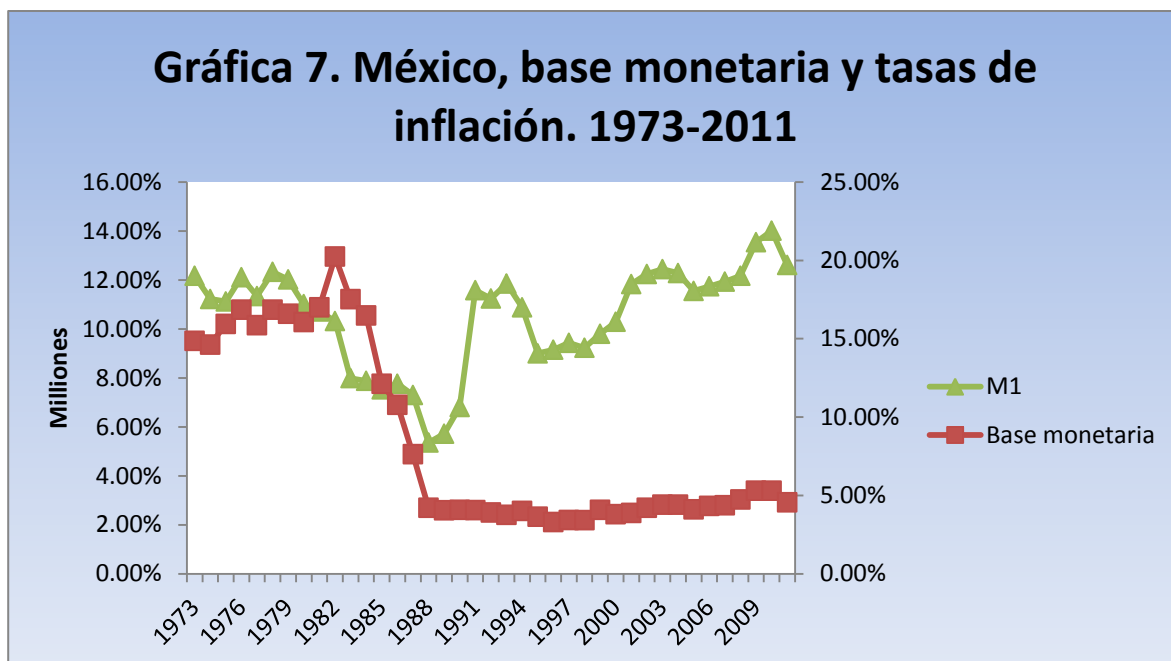
Como resultado de la crisis, México debió abandonar el régimen cambiario de bandas que había adoptado en 1991 como el ancla nominal de la economía. A partir de entonces, la política monetaria tuvo que volver a fungir como el ancla nominal de la economía para garantizar la estabilidad de precios (Esquivel, 2010:46).

El régimen de banda cambiaria prevaleciente hasta diciembre de 1994 consistió en dejar flotar el tipo de cambio dentro de una banda con techo y piso con una paridad central que se deslizaba con el tiempo. Cuando el tipo de cambio llegaba al piso o al

techo el banco central intervenía en el mercado cambiario para mantener al tipo de cambio dentro de la banda (Ros, 2009:190).

Después de la crisis del peso de 1994-1995 la política monetaria se enfocó a controlar el crecimiento de agregados monetarios y del crédito como un medio para controlar los efectos inflacionarios de la gran devaluación del peso y de restablecer la dañada credibilidad del Banco de México. El banco central estableció como ancla nominal un objetivo intermedio para el crecimiento de la base monetaria. Esta política no logró sus objetivos de estabilizar las expectativas inflacionarias, el tipo de cambio y la inflación, por lo que este marco de política monetaria fue abandonado al poco tiempo de haber sido implementado. Las razones principales del fracaso fueron la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la inflación debida a los cambios tecnológicos y de regulación ocurridos desde la década de los ochenta y el hecho de que el banco central no tenía ya el control de la base monetaria en el corto plazo (Ros, 2009: 190).

Esta escasa relación entre base monetaria e inflación se puede observar en la gráfica 7. Sólo en el período 1973-1982 se tiene una relación positiva relativamente estable entre la base monetaria y la tasa de inflación.



Fuente: Elaboración propia con datos tomados del Banco de México.

No obstante, según el Banco de México, la crisis de confianza en la moneda nacional determinaba la conveniencia de que el Banco Central adoptara una política de crédito primario sumamente estricta. Esto se podía hacer imponiendo un límite al crecimiento del crédito interno durante ese año. Además, a consecuencia de la gran incertidumbre respecto de la evolución de la economía mexicana, en ese momento se consideró muy

riesgoso utilizar como instrumento de política monetaria la fijación de una tasa de interés de corto plazo. Por lo tanto, en 1995 con el fin de aplicar un esquema operativo bajo el cual tanto el tipo de cambio como las tasas de interés fuesen determinados por el mercado, el Banco de México estableció el "encaje promedio cero" (el corto¹³) y la utilización del objetivo de saldos acumulados como instrumento de política monetaria. Mediante el anuncio de dicho objetivo el Banco de México enviaba señales a los mercados financieros, sin determinar con ello niveles de la tasa de interés o del tipo de cambio (Martínez, Sánchez y Werner, 2001: 5).

Bajo este esquema, el Banco de México establecía que los bancos debían buscar un saldo cero en su cuenta con el Banco Central. Se aplicaba a los sobregiros una tasa de castigo, equivalente al doble de la tasa de CETES, mientras que no se remuneraba a los saldos positivos. Al proveer al sistema con mayor o menor liquidez, el saldo promedio neto diario de todas las cuentas corrientes de los bancos comerciales con el banco central cerraba el día en un monto predeterminado. Si este saldo global era negativo, el banco central ponía al sistema bancario en "corto" en cuyo caso al menos una institución de crédito tenía que pagar la tasa de interés de castigo. Esta era la manera en que el banco central ejercía presión sobre las tasas de interés. Aunque el corto representaba sólo una parte muy pequeña de la liquidez total, su aumento inducía a los bancos a aumentar las tasas de interés para evitar pagar los cargos de sobregiro, lo cual presionaba al alza las tasas de interés de mercado. El mecanismo inverso se aplicaba cuando el banco central se proponía un saldo positivo, "largo" (Ros, 2009:191).

En 1995, igual que en los años anteriores, el Banco de México determinó un objetivo para la inflación anual (diciembre 1994-diciembre 1995), el cual, después de las modificaciones realizadas al programa económico durante el primer trimestre del año, se fijó en 42%.

Además, en ese año el Banco de México impulsó el desarrollo de los mercados de futuros y opciones del peso mexicano y se estableció una nueva política de información, con el fin de que los agentes económicos contaran con los instrumentos financieros para protegerse de la mayor volatilidad cambiaria y con la información necesaria para dar un mejor seguimiento a las acciones de la autoridad monetaria.

¹³ En el capítulo 3 se detallará el funcionamiento del corto.

En los dos años siguientes, 1996 y 1997, se mantuvo el mismo esquema de política monetaria, enfatizándose los límites sobre el crecimiento del crédito interno neto y el pronóstico de incremento de la base monetaria. En 1996, los límites al aumento del crédito interno neto, el objetivo de acumulación de activos internacionales y el pronóstico de crecimiento de la base monetaria se presentaron de manera trimestral. Asimismo, en 1997 en el programa monetario se hizo pública la trayectoria diaria de la demanda de base monetaria durante el año (Martínez, Sánchez y Werner, 2001:6).

A partir de 1998, el esquema de política monetaria comenzó una transición gradual hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación. En consecuencia, se fue restando énfasis al comportamiento de la base monetaria en el análisis de las presiones inflacionarias, aumentándose la importancia de las metas de inflación de corto y mediano plazos. A la vez, la instrumentación de las acciones discrecionales de política monetaria se orientó fundamentalmente a la consecución de los objetivos de inflación de corto y mediano plazo (Martínez, Sánchez y Werner, 2001:7).

La política monetaria de metas de inflación implica el compromiso del banco central para alcanzar una meta u objetivo de inflación propuesto al principio de año, utilizando para ello el conjunto de instrumentos a su disposición. Así, el esquema de objetivos de inflación implica que el ancla nominal de la política monetaria es la tasa de inflación, lo que se acompaña de la independencia del banco central y del uso de la tasa de interés como el instrumento principal de la política monetaria; además existe normalmente el compromiso explícito de mantener los equilibrios macroeconómicos a través de una estricta disciplina fiscal (Galindo y Ros, 2006:82).

La transición hacia un régimen de metas de inflación se aceleró en enero de 1999 cuando el Banco de México anunció una meta de inflación de mediano plazo y desde el año 2000 el banco central publica informes trimestrales sobre la inflación para darle seguimiento al proceso inflacionario, analizar las perspectivas de la inflación y discutir la conducción de la política monetaria (Ros, 2009:191).

Cabe destacar algunas características básicas de la estrategia monetaria de objetivo o meta de inflación (Esquivel, 2010:48):

- i) Debe definirse con precisión cuál es el objetivo de inflación y debe decidirse si éste se determina en forma explícita o implícita. Si se hace explícito (es decir, si se busca un objetivo de inflación cuantificable), también debe decidirse si se establece o no un intervalo dentro del cual se considera que

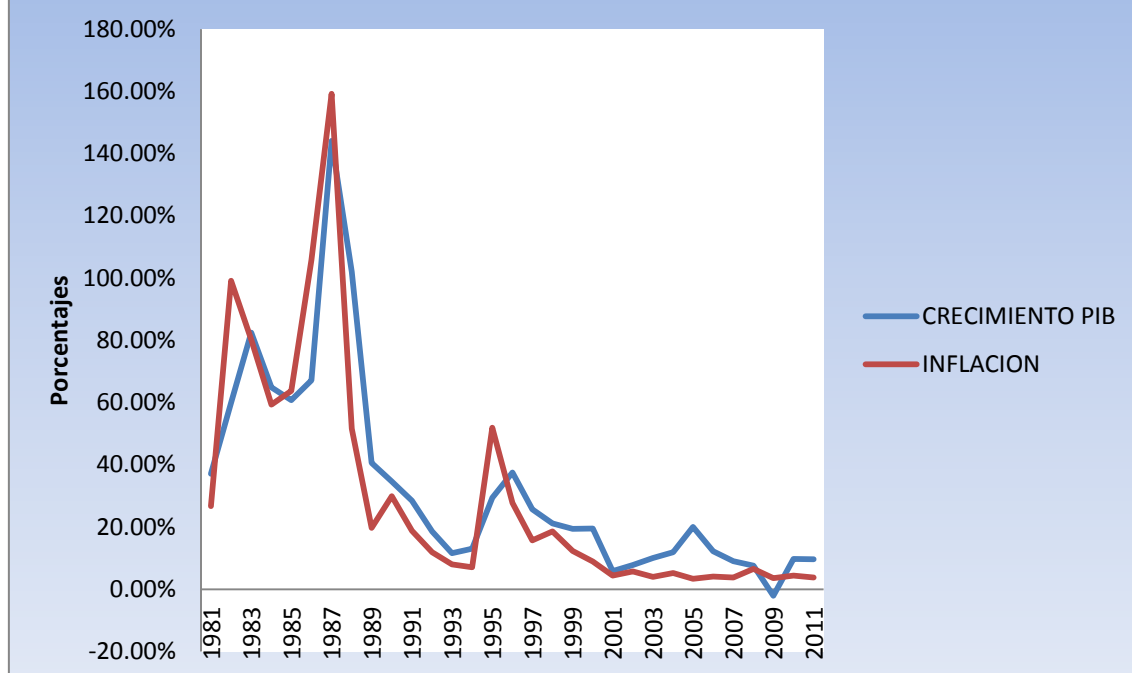
se ha cumplido con el objetivo buscado. Por ejemplo, para México se ha establecido una meta de 3% de inflación anual, con una variación de 1 punto porcentual. Es decir, si la inflación fuera del 4% anual, todavía se estaría alcanzando el objetivo propuesto.

- ii) Dado que el esquema de objetivo de inflación se basa en la transparencia y credibilidad del banco central, se recomienda difundir ampliamente la información acerca de la inflación y de cualquier posible modificación al objetivo o a las condiciones macroeconómicas.
- iii) El banco central debe definir cuál es el esquema que desea seguir: si uno de tipo "estricto", en donde sólo le preocupa la estabilización de la inflación o uno de tipo "flexible" en donde no sólo se preocupe por la inflación sino, también, por alguna variable "real", como la brecha del producto o del empleo y no sólo nominal, como la tasa de inflación.

La utilización de instrumentos monetarios para controlar la inflación en coadyuvancia con régimen cambiario de tipo de cambio flotante ha tenido efectos positivos sobre la tasa de inflación. En esta estrategia de política, el tipo de cambio realiza el ajuste frente a choques externos. No obstante, la variabilidad controlada del tipo de cambio no aísla a la economía mexicana de los choques externos tales como los efectos de las crisis financieras asiática, rusa, estadounidense o la más reciente, de algunos países de la zona euro. Sin embargo, la política se puede calificar de exitosa ya que logró su objetivo principal, el control de la inflación.

Desde el establecimiento de la estrategia de objetivos de inflación, ésta se ha mantenido a un promedio anual de máximo un 8%. Si bien el promedio es superior a las metas fijadas por el Banco de México, este logro es algo inédito en el período posterior a la década de los setenta. Es cierto que la economía mexicana padece de vulnerabilidad externa. Sin embargo, dicha vulnerabilidad se debe no sólo a factores monetarios sino, principalmente, a desequilibrios estructurales de la economía. Las tasas de crecimiento han sido modestas, pero hay que recordar que el único objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios, esto es el mantenimiento de la tasa de inflación a niveles bajos, cuando más el 4 por ciento. Sin embargo, aun cuando sea condición necesaria, la estabilidad de precios no es condición suficiente para el crecimiento económico (Garriga, 2010:16).

Gráfica 8. Tasas de crecimiento del PIB e inflación. 1973-2011



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

En la gráfica 8 se observa que si bien, sobre todo a partir de 2000, se ha logrado la estabilidad de la inflación, no se puede decir lo mismo de la estabilidad del producto y son más frecuentes las caídas pronunciadas que los aumentos sostenidos.

En el siguiente cuadro se resumen los objetivos de política y principales instrumentos del período de estudio.

Cuadro 3. Objetivos de Política y principales instrumentos cambiarios y monetarios. México. (1973-2011).					
AÑO	OBJETIVOS	POLÍTICA IMPLEMENTADA	PRINCIPALES INSTRUMENTOS		
			CAMBIARIOS	MONETARIOS	
1973	Promoción del crecimiento	Política fiscal (1976-1982)	Tipo de cambio con flotación controlada (12/1976 a 8/1982)	Subordinación del Banco de México al poder ejecutivo.	Encaje legal. Financiamiento del gasto público.
1982			Devaluación tipo de cambio flotante (8/1982)		
1983	Promoción del crecimiento con estabilidad de precios.	Políticas fiscal y cambiaria, y concertación social. (1988-1994)	Tipo de cambio dual. Flotación controlada. Controles de cambio. (9/1982 a 11/1991)	Ley orgánica del Banco de México. (1985)	Límites al financiamiento del gasto público emisión de títulos de deuda propios
1988					
1989		Política cambiaria (1988-1994)	Tipo de cambio fijo con bandas de flotación sin controles de cambio. (11/1991 a 12/1994)	Independencia del Banco de México. (desde 12/1983)	Eliminación del encaje legal. Coeficiente de liquidez (30%) (1989-1991) Esterilización: Operaciones de mercado abierto (OMA)
1994					
1995	Estabilidad de precios	Política monetaria para controlar expectativas inflacionarias (desde 1995)	* Tipo de cambio flotante. *Opciones de compra (7/1996 a 6/2001). *Subasta contingente de dólares (10/1997 a 7/2001)	Transición a metas de inflación (1999-2000)	*Objetivo operacional: Saldos en el Banco de México. *Régimen de saldos acumulados (1998-2003)
2000					
2001			Subasta diaria de dólares (desde 3/2003)	Metas de inflación (desde 2003)	*Régimen de saldos diarios (2003-2008) *Objetivo operacional: tasa de interés. *Tasa de fondeo interbancario (desde 2008)
2011					

Fuente: Garriga, Carolina. *Objetivos, instrumentos y resultados de política monetaria. México 1980-2010.*

CAPÍTULO III. ¿LOS MECANISMOS DE POLÍTICA MONETARIA HAN EMPUJADO AL CRECIMIENTO ECONÓMICO MEXICANO?

El presente capítulo pretende mostrar si el uso de la política económica ha logrado controlar la inflación. Se ve a detalle el uso de la política monetaria teniendo como objetivos operacionales¹⁴ el corto y la tasa de referencia, así mismo se pretende manifestar si el control de la inflación lleva al crecimiento económico. Para esto se dividirá el capítulo en dos partes, en la primera se describe el uso del corto y se examina el período en que la política monetaria funcionaba bajo este régimen, así mismo, se revisa la política a través de una tasa objetivo, y en el segundo apartado se examina más a detalle el impacto que el cambio en la política macroeconómica tuvo en la economía, analizando así, si el esquema de objetivos de inflación ha sido benéfico para México o si sería conveniente apoyar el actual manejo de la política monetaria con algún otro instrumento.

Dado que en el capítulo anterior se realizó una revisión histórica de la política monetaria, este capítulo no se enfoca a ver la historia como tal si no a revisar cómo la política ha influido en la economía.

3.1 OBJETIVOS DE INFLACIÓN

Durante los setentas, se debatió si mediante la política monetaria era posible estimular la actividad económica permanentemente. Así, algunos gobiernos y bancos centrales intentaron reducir el desempleo a través de una política monetaria expansiva. Tanto la experiencia que tuvieron las economías que aplicaron este procedimiento, como la teoría económica, mostraron la invalidez de ese planteamiento. De esta manera, se deliberó que la política monetaria no puede estimular en forma directa y sistemática a la actividad económica y al empleo. Es por ello que los bancos centrales modernos han adoptado como su objetivo prioritario lograr la estabilidad de los precios.

Al tener una inflación elevada se debilita el crecimiento de la actividad económica y del empleo. Se deterioran los ingresos reales, al aminorar el poder adquisitivo de los salarios y otros ingresos, acentuando la inequidad y empobreciendo a los más desprotegidos. Dificulta la planeación de los individuos y las empresas y, por tanto, promueve una asignación ineficiente de los recursos. Así, un entorno inflacionario es un claro obstáculo para el crecimiento económico y el bienestar de la sociedad. Por

¹⁴ Son los instrumentos necesarios de un banco central para afectar de manera directa a un grupo de variables nominales que, a su vez, tienen impacto sobre los determinantes de la inflación.

tales motivos, se ha venido conformando un consenso en el mundo: para promover el crecimiento económico sostenido, se ha considerado que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer es concentrarse en la estabilidad de los precios.

El objetivo fundamental de las políticas públicas es contar con una economía que crezca más rápido y de manera sostenida. El Banco de México debe de contribuir a esa finalidad perseverando en el mantenimiento de la estabilidad de precios.

A causa de los problemas que enfrentaron las estrategias sustentadas en agregados monetarios o en objetivos de tipo de cambio se ha optado por un esquema de objetivos de inflación, el cual está vigente a la fecha. Mediante este esquema se ha buscado una mayor eficacia de la política monetaria. Busca conseguir la credibilidad de los agentes económicos en la banca central y en la política monetaria. La credibilidad vuelve más fácil el control de la inflación y conseguir que los beneficios de la estabilidad se difundan con mayor rapidez a la economía en general.

Las características del esquema de objetivos de inflación, son:

- La estabilidad de precios como principal objetivo de la política monetaria.
- El anuncio de objetivos de inflación de mediano plazo.
- Contar con una autoridad monetaria autónoma.
- La política monetaria bajo un marco de transparencia, sustentada en la difusión de los objetivos, planes y decisiones de la autoridad monetaria.
- Un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios. Siendo éste la base principal para las decisiones de política monetaria.
- Uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.

Beneficios que han obtenido los países que han adoptado este esquema:

- Mayor transparencia y entendimiento del uso de la política monetaria.
- Mejor rendición de cuentas de la autoridad monetaria.
- Disminución de la inflación y su volatilidad, así como la consolidación de la estabilidad de precios.

- Disminución del efecto sobre la inflación de desajustes en otras variables económicas, como el tipo de cambio.
- Anclaje de las expectativas de inflación alrededor del objetivo de inflación.
- Reducción de costos asociados a procesos de desinflación.
- Buen desempeño en otras variables económicas relevantes para el bienestar de la población, como la volatilidad del tipo de cambio. (Banxico (e))

3.1.1 USO DEL CORTO EN MÉXICO.

La ausencia de una relación estable entre los agregados monetarios y la inflación llevó a la mayoría de los bancos centrales del mundo a reducir la importancia otorgada a la evolución de dichos agregados en el análisis y evaluación de las presiones inflacionarias. Por tanto, este hecho ha desacreditado la utilización mecánica de estas variables para la conducción de la política monetaria, habiendo sido este el anterior esquema del “corto”.

Se hará una revisión del corto y su funcionamiento para así poder analizar el periodo en que éste tuvo vigencia. Como se ha visto anteriormente el principal objetivo del Banco de México es mantener la estabilidad de la moneda nacional, es decir, controlar la inflación. Desde 1995 hasta 2008 la principal herramienta para lograr este objetivo ha sido el corto. Éste se divide en dos períodos: de Septiembre de 1995 a Abril de 2003 se utilizó el objetivo operacional de saldos acumulados; de Abril de 2003 a Enero de 2008 se utilizó el objetivo operacional de saldos diarios.

Las instituciones de crédito mantienen una cuenta corriente (cuenta única) en el Banco de México. Los cambios en la demanda y oferta de base monetaria, forzosamente se reflejan en variaciones en los saldos de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México. Cuando la demanda de billetes y monedas es mayor a la oferta de dinero primario, el saldo neto de las cuentas de la banca disminuye. Por el contrario, cuando la oferta de base monetaria es mayor a la demanda de billetes y monedas, el saldo neto de dichas cuentas aumenta. Las instituciones de crédito pueden presionar en uno u otro sentido a las tasas de interés, cuando en el mercado interbancario se intenta cubrir los faltantes en sus cuentas o prestar los saldos excedentes no deseados. Para evitar que se materialicen dichas presiones, el Banco de México equilibra diariamente la oferta con la demanda de base monetaria a través de su intervención cotidiana en el mercado de dinero.

SALDOS ACUMULADOS.

La política monetaria bajo el régimen de saldos acumulados se adoptó con la finalidad de tener un mecanismo para enviar señales a los participantes en los mercados financieros, sin determinar con ello niveles de tasas de interés o de tipo de cambio.

Este régimen establece períodos de cómputo de 28 días naturales, en los que a cada banco le conviene procurar que la suma de los saldos diarios de su cuenta corriente en el Instituto Central resulte cero al finalizar el periodo. Esta conveniencia deriva de dos consideraciones: por un lado, de resultar negativa dicha suma, el banco en cuestión deberá pagar una tasa elevada por el importe respectivo. En el caso inverso, de resultar positivo el saldo, el banco perderá el rendimiento que pudo haber obtenido de haber invertido los recursos respectivos.

Este régimen fue diseñado para inducir a las instituciones de crédito a no mantener en promedio saldos positivos ni incurrir en sobregiros en sus cuentas, así como para que procuren compensar con otros bancos sus sobrantes y faltantes de recursos a tasas de interés de mercado. Asimismo, al haber saldos acumulados negativos se cobra una tasa de interés equivalente a dos veces una tasa representativa de las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero.¹⁵

El Banco de México interviene todos los días en el mercado de dinero. El Banco Central fija el monto a subastar, de manera que la suma de los saldos acumulados de las cuentas corrientes de toda la banca inicie la siguiente jornada en una cantidad determinada de antemano.

Con el objeto de enviar señales sobre sus intenciones de política monetaria, el Banco de México da a conocer la cantidad a la que pretende llevar el "saldo acumulado de saldos diarios totales" (SA) de las cuentas corrientes de la banca a la apertura del siguiente día hábil. De esta manera, por ejemplo, un objetivo de SA igual a cero sería indicativo de la intención del Banco Central de satisfacer, a tasas de interés de mercado, la demanda de billetes y, por lo tanto, proporcionar los recursos necesarios para que ningún banco se vea obligado a incurrir en sobregiros o a acumular saldos positivos no deseados al finalizar el periodo de cómputo.

Un objetivo de SA negativo señalaría la intención del Banco Central de no proporcionar a la banca los recursos suficientes a tasas de interés de mercado,

¹⁵ CETES a 28 días.

obligando así a una o varias instituciones de crédito a obtener una parte de los recursos requeridos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes. Esto último, abstrayendo de otras influencias, puede provocar un alza en las tasas de interés, ya que las instituciones tratarán de evitar pagar la elevada tasa del sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero.

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

Es importante puntualizar que las señales de política monetaria que envía el Banco de México deben inferirse del anuncio de su objetivo de SA y no del saldo acumulado observado con posterioridad. (Banxico (c)).

SALDOS DIARIOS.

Desde 2003, el Banco de México realizó cambios en la instrumentación de su política monetaria. El objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca dejó de fijarse sobre los saldos acumulados y comenzó a determinarse sobre el saldo final diario.

Este régimen es básicamente igual al instrumentado sobre saldos acumulados, sólo que se utilizan los saldos diarios como objetivo. Es decir, diariamente se hace una revisión de los saldos negativos y positivos de las instituciones de crédito. Los costos en que las instituciones con saldos diarios positivos incurren es un costo de oportunidad por no haber invertido estos recursos, equivalente a la tasa de fondeo del mercado. Por su parte, los bancos con saldos diarios negativos deben pagar al cierre del periodo dos veces la tasa representativa del mercado, pero a cambio se benefician de la inversión de los recursos obtenidos mediante el sobregiro.

En este contexto el Banco de México equilibra diariamente la oferta con la demanda de la base monetaria a través de su intervención en el mercado de dinero, evitando

que el faltante o el sobrante de liquidez afecten el nivel de las tasas de interés.
(Banxico (d))

Además, el Banco de México decidió anunciar su postura de política monetaria en fechas predefinidas en lugar de hacerlo en cualquier momento. La necesidad de restringir la política monetaria llevó al Banco de México, en abril de 2004, a complementar el anuncio del nivel del corto con señalamientos más precisos sobre el nivel deseado de las tasas de interés.

Durante este periodo en que funcionaba el corto, las acciones de política monetaria tomadas por el Banco de México se fundamentaban en estudios de las variables que afectan al comportamiento de la inflación, para realizar sus pronósticos. Cuando dichos análisis indicaban que las presiones inflacionarias eran incongruentes con los objetivos, se restringía la política monetaria a través de cortos.

Cuando se incrementa el monto del corto, se propicia un aumento de las tasas de interés nominales de corto plazo y se da una mejoría de las expectativas de inflación. El incremento de las tasas de interés y la mejoría de las expectativas de inflación que genera la ampliación del corto, influyen en la evolución de los precios, a través de diversos canales:

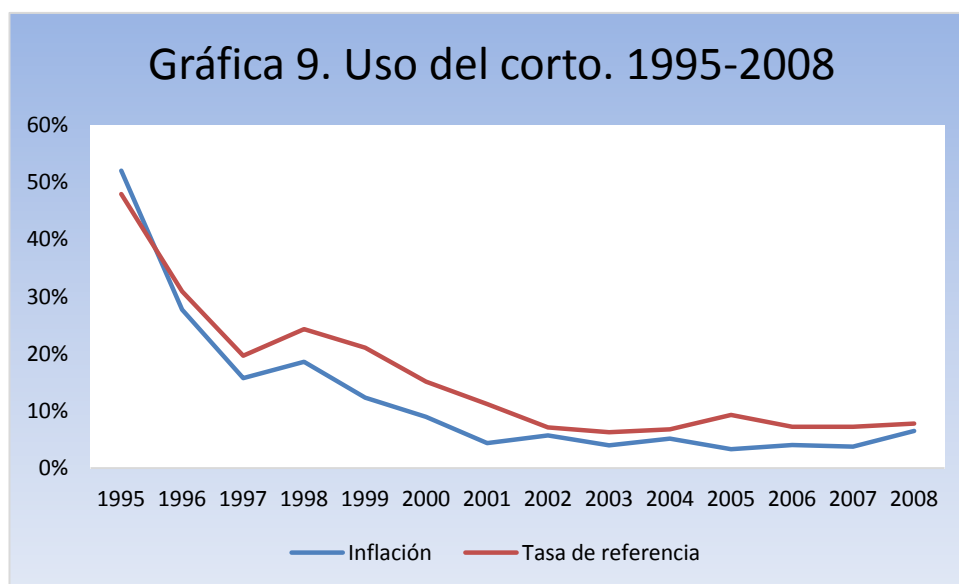
- 1) El aumento en las tasas de interés, por medio de su efecto sobre las decisiones de ahorro e inversión, debilita el ritmo de expansión de la demanda agregada. Así mismo, ésta debilita las presiones sobre los salarios y sobre los precios de los bienes comerciables.
- 2) El aumento de las tasas de interés puede propiciar una menor disponibilidad de crédito en la economía.
- 3) Las tasas de interés más elevadas inducen a una apreciación del tipo de cambio, lo cual afecta directamente el comportamiento de los precios de los bienes comerciables y las expectativas de inflación.

Estos son los canales de transmisión de la política monetaria que se mencionan en el capítulo 1, se observa cómo va progresando el efecto de una decisión de política monetaria para alcanzar el objetivo final que es la inflación.

En México, un aumento del corto era visto como una postura más restrictiva, esto es, una señal para que aumentaran las tasas de interés. A su vez, una disminución de éste se veía como una posición más neutral aunque el "corto" todavía se mantuviera.

Tener un objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca evita que las autoridades monetarias tengan que establecer un nivel específico de la tasa de interés de corto plazo. En México, esto fue benéfico en los años de alta volatilidad de los mercados financieros y cuando las tasas de interés de corto plazo eran prácticamente las únicas referencias en el mercado de dinero. De igual manera, en un entorno de inflación a la baja, un objetivo sobre las cuentas corrientes permite que las tasas de interés disminuyan conforme se ajustan las expectativas inflacionarias (Gráfica 9). En México de 1995 a 2003, la inflación pasó de 52% a 4%, manteniéndose en dicho nivel más menos un punto porcentual hasta 2007, en 2008 la inflación fue de 7% para posteriormente seguir en niveles del 4%. Finalmente, el corto es eficaz para permitir una distribución de las perturbaciones externas e internas entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Esto es importante cuando una economía está expuesta a una alta volatilidad de la inflación.

Ya lograda la estabilidad de los mercados financieros y la fijación de las tasas de inflación en niveles bajos, transmitir las señales de política monetaria a través del "corto" es menos apropiado. Con una inflación estable, es necesario ser más específico sobre el nivel deseado de la tasa de interés. Por consiguiente, el Banco de México adoptó un objetivo operacional de tasas de interés a partir del 2008.



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Banxico.

En 1995, el Banco de México determinó un objetivo para la inflación anual, el cual se fijó en 42%. Además, se estableció una nueva política de información. Ello, con el fin

de que los agentes económicos contaran con la información necesaria para dar mejor seguimiento a las acciones de la autoridad monetaria.

En los años posteriores, 1996 y 1997, se mantuvo el esquema de saldos acumulados, enfatizándose los límites sobre el crecimiento del crédito interno neto y el pronóstico de incremento de la base monetaria. En 1996 y 1997, las metas de inflación fijadas por el Banco de México fueron de 20.5% y 15%, respectivamente.

En relación con las acciones discrecionales del Banco de México, durante estos años la aplicación del “corto” se orientó a restaurar las condiciones de estabilidad en los mercados financieros cuando éstos sufrían alguna perturbación. Una vez que se lograba lo anterior, el objetivo de saldos acumulados regresaba a cero. En este sentido, el objetivo de inflación anual jugaba un papel importante para guiar las expectativas de los agentes económicos y las acciones discrecionales de política monetaria instrumentadas durante el año se orientaban a minimizar el impacto de perturbaciones financieras no anticipadas sobre la trayectoria de la inflación.

A partir de 1998, el esquema de política monetaria comenzó una gradual transición hacia un esquema de objetivos explícitos de inflación. Así, se fue restando énfasis al comportamiento de la base monetaria en el análisis de las presiones inflacionarias, aumentándose la importancia de las metas de inflación de corto y mediano plazos. Así mismo, la instrumentación de las acciones discrecionales de política monetaria se orientó principalmente a la consecución de los objetivos de inflación de corto y mediano plazo.

Otro elemento indicativo de esta transición fue el incremento en el “corto” en noviembre de ese año, a raíz de la crisis rusa y de la caída del precio del petróleo la inflación se desvió de la meta propuesta. La Junta de Gobierno del Banco de México decidió acentuar la restricción monetaria, aumentando el monto del “corto” de 100 millones a 130 millones de pesos.

Ésta fue la primera ocasión en que el “corto” se incrementaba explícitamente con un criterio preventivo, con el fin de inducir las condiciones monetarias para llevar a la consecución del objetivo de inflación del año siguiente (13%).

3.1.2 TASA DE INTERÉS OBJETIVO.

Desde enero de 2008, el Banco de México instrumenta la política monetaria a través de una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día, sustituyendo el régimen de saldos diarios (corto). Cabe mencionar que la última operación de corto fue en 2005 y desde 2003-2004 se inició la transición hacia este régimen, pero se formalizó hasta 2008.

El Banco de México equilibra los excesos o faltantes de liquidez del mercado interbancario a través de sus OMA. Estas operaciones equilibran la liquidez del sistema para que el saldo agregado de las cuentas corrientes que los bancos tienen en el Banco de México finalice diariamente en cero. Las tasas a las que se remuneran excedentes en las cuentas corrientes o se cobran los sobregiros son de cero y de dos veces la tasa de fondeo bancario a plazo de un día, respectivamente. (Banxico (f))

En el Cuadro 4, se observan las últimas etapas por las que se ha transitado para llegar al esquema actual de objetivos de inflación.

Cuadro 4. Transición gradual a un Esquema de Objetivos de inflación:	
1999	Objetivo de inflación de mediano plazo (converger hacia la inflación de nuestros principales socios comerciales).
2000	Definición de inflación subyacente.
	Publicación de Informes Trimestrales de Inflación. Meta de inflación de 3% para 2003.
2001	Adopción formal del esquema de objetivos de inflación.
2002	Meta de inflación de largo plazo (3% para la inflación general con un intervalo de variabilidad de +/- 1%).
2003	Fechas preestablecidas para los anuncios de política monetaria.
2008	Objetivo para la tasa de interés de fondeo interbancario.

Fuente: Banxico (2010), Conducción de la política monetaria en México, p. 6.

3.2 IMPACTO DEL MANEJO ACTUAL DE LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO, ¿LA ESTABILIDAD DE PRECIOS PUEDE AYUDAR AL CRECIMIENTO DE MÉXICO?

La dualidad entre crecimiento y estabilidad de precios ha sido discutida por varias décadas. Por una parte, se cree que esta disyuntiva existe, siendo forzoso optar por un crecimiento moderado con estabilidad de precios o por un crecimiento acelerado con tensiones inflacionarias. Por otro lado, se cree que este dilema es falso, pudiendo coexistir una tasa de inflación moderada con un crecimiento económico acelerado.

Desde los 90's, muchos países en desarrollo registraron éxitos notables en la reducción de la inflación, así como en la mejora de sus déficits fiscal y por cuenta corriente. Sin embargo, algunos no tuvieron el mismo éxito en conseguir un crecimiento sostenible y la estabilidad de su producto macroeconómico. Ello se debe, en gran parte, a que las políticas de estabilización se centraron en la estabilidad de los precios.

Lo que realmente preocupa a la gente es la estabilidad y el crecimiento de su ingreso real. El porqué de la importancia del crecimiento debería ser obvio: incluso pequeños cambios en el índice de crecimiento, por ejemplo, pasar de 2.5% a 3%, producen en un cierto plazo crecimientos perceptibles a causa del efecto acumulativo. Con una tasa de crecimiento de 2.5% el ingreso se duplica cada 28 años, con una tasa de crecimiento de 3% se duplica cada 23 años.

Es la estabilidad global de la producción y de la economía, y no solamente la estabilidad de los precios, lo que tienen en cuenta las empresas a la hora de tomar decisiones de inversión. Una alta inestabilidad genera un ambiente macroeconómico difícil a escala nacional, lo que puede explicar bajos índices de formación de capital: las empresas tienen menos incentivos para invertir y el crecimiento es más bajo.

La estabilización y el crecimiento no se pueden separar. Habitualmente, el uso de una política de estabilización a corto plazo tiene efectos a largo plazo. Si hoy se reduce la producción económica en un 10%, el mejor cálculo posible es que el ritmo de la producción dentro de diez años sea un 10% más bajo de lo que habría sido en otras condiciones. Los descensos tienen efectos duraderos. Concentrarse exclusivamente en la estabilidad de los precios puede tener un impacto negativo en el crecimiento. La relación entre la inflación y las variables reales puede ser mínima, lo que se debe

tomar en cuenta es si el disminuir o controlar la inflación compensan los costos. (Spiegel, 2007)

Desde la década de los 90's, la mayor parte de los países desarrollados y en vías de desarrollo han tenido inflación baja o moderada. Así, cuando la inflación es baja o moderada, el intentar reducirla aún más puede producir bajos beneficios y mayores costos, especialmente cuando "el corto" sea el único instrumento utilizado para conseguir el objetivo, tal como se vio en el apartado anterior. Esto puede tener un efecto perjudicial a largo plazo sobre el crecimiento.

Parte de la importancia del control de la inflación en los países en desarrollo proviene de la hiperinflación en la década de los 80's de algunos países latinoamericanos. La hiperinflación produce costos económicos altos y eliminarla debe ser prioridad. La hiperinflación o una inflación alta, crea gran incertidumbre sobre los cambios en los precios relativos, lo que resulta perjudicial para la información de los precios y para la eficiencia del uso de los recursos. Antes de que disminuya el valor del dinero, las empresas y personas tratan de gastarlo rápidamente. Varios países, han gastado grandes cantidades para crear acuerdos institucionales dirigidos a proteger a las personas contra los efectos de la inflación. (Spiegel, 2007)

No hay gran evidencia que la inflación moderada repercuta sobre el crecimiento en forma negativa notoriamente. En períodos con inflación alta, las tasas de crecimiento han sido muy buenas, siendo en ocasiones mayores a las tasas de crecimiento de países aparentemente similares que han reducido la inflación. En el cuadro 5 se observa el crecimiento de varios países que han sufrido episodios de baja, moderada y alta inflación. La inflación alta y la hiperinflación por lo general se han asociado a un bajo crecimiento o a una recesión económica.

Las economías con tasas de inflación moderadas generalmente van de la mano con rápido crecimiento económico, como se observa en el cuadro 5. Así, el supuesto de que la inflación baja facilita el crecimiento económico no es válido como premisa general. Como se puede observar en el cuadro 5 en varios países, los períodos de inflación baja han coincidido con los índices más bajos de crecimiento económico.

Cuadro 5. Inflación vs. Crecimiento. 1965-2004							
País	Período	Inflación baja		Inflación moderada		Inflación alta/hiperinflación	
		Inflación	Crecimiento	Inflación	Crecimiento	Inflación	Crecimiento
Argentina	1965-1974			30.5	5.1		
	1975-1987					259.4	0.9
	1988-1990					1,912.20	-4.2
	1991-1993			69.1	10.1		
	1994-2001	0.7	1.4				
	2002-2004			12.2	1.6		
Brasil	1965-1980			36.2	7.9		
	1981-1986					150.4	2.2
	1987-1995					1,187.80	2
	1996-2003	8.5	1.7				
Chile	1965-1971			25.7	4.6		
	1972-1977					269.9	-0.6
	1978-1985			26.9	3.5		
	1986-1994			18.9	7.4		
	1995-2003	4.8	4.5				
Israel	1965-1970	4.7	8				
	1971-1978			30.3	5.5		
	1979-1985					181.5	4.0
	1986-1996			17.9	5.4		
	1997-2003	3.8	2.2				
Polonia	1981-1987			31.2	1.0		
	1988-1991					233.8	-3.7
	1992-1998			27.2	5.4		
	1999-2003	5.1	3.5				
Turquía	1968-1970	5.4	4.7				
	1971-1977			17.5	6.1		
	1978-1980					71.4	-0.5
	1981-1987			37.9	5.8		
	1988-2001					72.8	2.8
	2002-2003			35.1	6.9		

Fuente: Shari Spiegel (2007) con datos del Banco Mundial.

Una dificultad de la interpretación de los datos surge de los choques que afectan al sistema económico, continuamente, generan inflación, la inflación no es necesariamente el origen del problema, sino sólo una consecuencia de estos choques. La inflación es una variable endógena. Por ejemplo, el aumento del precio del petróleo en los 70's generó inflación en gran parte del mundo, bajo crecimiento y aumento de la pobreza. La causa subyacente del problema no era la tasa de inflación, sino el precio

del petróleo. Debido a que se requería gastar más recursos en petróleo, había menos recursos disponibles para el crecimiento.

Durante los 70's, los países latinoamericanos se endeudaron mucho para conservar el crecimiento, a largo plazo los costos de esta estrategia resultaron enormes. Cuando Estados Unidos aumento las tasas de interés a niveles sumamente altos, muchos países dejaron de reembolsar sus préstamos, lo que abrió el camino a la década perdida de los 80's.

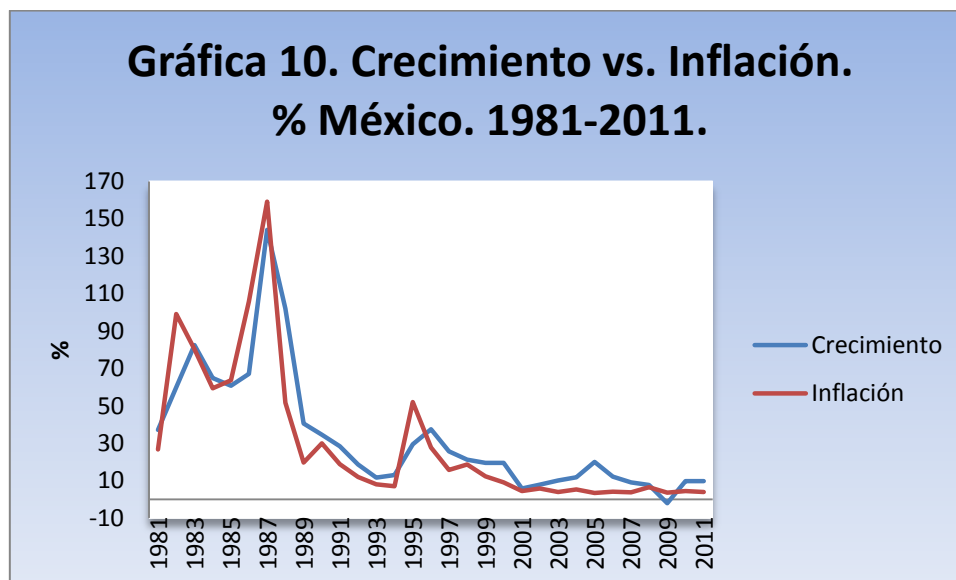
El origen de la inflación difiere de un país a otro. No obstante, en contraste con la mayor parte de los esquemas de objetivos de inflación de finales de los 90's. Una inflación moderada no parece afectar al crecimiento, sin embargo, una inflación demasiado baja, dirigida a conseguir la estabilidad de los precios, puede ser nociva para el crecimiento.

Se ve necesario contrastar los beneficios de mantener la inflación baja contra sus costos. Los costos de la inflación dependen de cómo se luche contra ella. Independiente de los instrumentos específicos usados, generalmente, la lucha contra la inflación genera un mayor desempleo al menos a corto plazo, y un riesgo de crecimiento más bajo a mediano plazo.

Se lucha contra una inflación excesiva dado que empeora la eficiencia de la economía; no obstante, el uso de políticas monetarias restrictivas para el control de la inflación de igual manera puede ser perjudicial.

Ocasionalmente, los gobiernos afrontan un problema como la inflación a costa de otros. Una forma de combatir la inflación es apreciando la moneda. Así, se reduce la demanda agregada y las presiones sobre los precios en el mercado interior, asimismo, disminuyen los precios de importación en moneda local. Aun cuando los gobiernos no se centren deliberadamente en la moneda, el tipo de cambio suele reforzarse cuando el gobierno lucha contra la inflación mediante el aumento de las tasas de interés. Si bien esto puede reducir la inflación, a su vez, puede generar otros costos. Una moneda fuerte puede perjudicar las exportaciones, los sectores que compiten con las importaciones y la generación de empleo. El déficit comercial resultante puede producir un futuro problema de equilibrio de la balanza externa inclusive peor que los problemas que pudiera haber producido la inflación.

El contraste entre el avance en la estabilización macroeconómica de México y su bajo crecimiento (como se puede observar en la gráfica 10) ha sido muy discutido. Al lograr un equilibrio estable y creíble, la política macroeconómica ha logrado un entorno para el crecimiento. (Ezequiel, 2012) Sin embargo, ahora es tiempo de usar otros instrumentos para estimular el crecimiento.



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Banxico.

CONCLUSIONES

La política económica, a través de la manipulación de instrumentos pretende:

- Conseguir estabilidad económica
- La estabilidad de precios.
- El desarrollo económico, propiciar el crecimiento de largo plazo en los niveles de vida y bienestar.

Para lograr esto la política monetaria recurre a la manipulación de la oferta monetaria, las tasas de interés, las expectativas de inflación, el crédito y/o el tipo de cambio.

Existen diversos enfoques de política monetaria, sin embargo, actualmente se sigue el enfoque de la nueva economía keynesiana que sugiere:

- a) La microfundamentación de los fenómenos macroeconómicos; se intenta modelar las decisiones individuales de hogares, empresas y bancos comerciales, quienes actúan con criterios de optimización y en el supuesto de que el agregado de sus decisiones conduce a los resultados macroeconómicos.
- b) La racionalidad perfecta de los agentes económicos que les permite elegir de forma óptima, aun en contextos de incertidumbre.
- c) La atribución del origen de los desequilibrios a fallas en los mercados o a la inoperancia de las condiciones de competencia perfecta, por ejemplo, rigideces de precios, agentes fijadores de precios, o contextos de información imperfecta (incompleta y asimétrica).

Se tiene como premisa en la conducción de la política monetaria que la inflación baja y estable es condición necesaria para el progreso de los países. Existe mucha literatura analítica y empírica que avala los beneficios de tener una inflación baja y estable. Sin embargo, para mantener la inflación baja y estable es necesario pagar los costos que implica una reducción de la demanda cuando las perspectivas de inflación son crecientes, y facilitar un mayor grado de expansión cuando la inflación esperada es baja. La estabilización debe ser simétrica para que la política monetaria sea creíble, lo que a su vez permite reducir los costos de cumplir con el objetivo inflacionario.

En las últimas décadas la economía de México ha pasado por profundas crisis y ha tenido varias reformas importantes en el aspecto macroeconómico, basándose en los

70's en el uso de la política fiscal para promover el crecimiento, siendo éste el objetivo de política monetaria, posteriormente en los 80's se mantuvo como objetivo promover el crecimiento y mantener la estabilidad de precios, y finalmente a mediados de los 90's se empezó a seguir el esquema actual que se basa en tener como objetivo único a la estabilidad de precios, justificando dicho esquema con el punto de vista de que manteniendo la estabilidad de precios, sería la mejor manera en que la política monetaria pudiera contribuir en el desarrollo económico.

Asimismo, mientras que otros bancos centrales en el mundo tienen un doble objetivo de mantener la inflación en niveles relativamente bajos, y además impulsar el crecimiento, el Banco de México sólo retiene la primera de estas metas, la política monetaria optó por tener como objetivo único el control de la inflación.

A comienzos de la década de los 90's, se esperaba que México lograra la tan deseada combinación de altos ritmos de crecimiento sostenibles con bajas tasas de inflación y, con esto, el desarrollo. La realidad ha sido diferente.

Anteriormente, cuando el banco central aumentaba el monto del corto, la tasa de fondeo aumentaba lo que justificaba este régimen de política monetaria restrictiva para incidir en las tasas de interés.

A partir de 2008, se instrumentó la política monetaria a través de una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día, eliminando el uso del corto. El Banco de México mediante las operaciones de mercado abierto equilibra la liquidez del sistema para que el saldo agregado de las cuentas corrientes que los bancos tienen en el Banco de México finalice diariamente en cero. Las tasas a las que se remuneran excedentes en las cuentas corrientes o se cobran los sobregiros son de cero y de dos veces la tasa de fondeo bancario a plazo de un día, respectivamente.

Mediante el mecanismo de transmisión de la política monetaria se pueden ver reflejadas las decisiones de política monetaria en las tasas de interés y la demanda agregada. Éste consta de dos momentos: el primero se da cuando el incremento en los saldos reales provoca un desequilibrio en las carteras del público; las personas tienen un exceso de liquidez, por lo que intentan deshacerse de él comprando otros activos, alterando los precios y rendimientos de estos; existe una mayor demanda de bienes y servicios, y las tasas de interés bajan como consecuencia del movimiento en los saldos reales; el segundo momento se da cuando la variación de las tasas de interés afecta a los componentes de la demanda agregada, específicamente la

inversión. El incremento en la demanda de inversión al bajar las tasas de interés provoca un aumento de la demanda agregada, y posteriormente se refleja en un incremento en el nivel de precios.

Sin lugar a dudas, ha habido dos logros muy importantes, el control de la inflación y, la estabilidad macroeconómica, esto ha sido bastante significativo en un país donde se enfrentaban crisis casi cada seis años. No obstante, ha sido baja la tasa de crecimiento económico si se compara con el desempeño de México en etapas anteriores, y con el desempeño de otros países en desarrollo. Este resultado podría ser anhelado en un período con alta volatilidad macroeconómica como la que se vivió en la década de los 80's, inclusive durante una parte de los 90's, no es obvio que esto sea lo mejor en una economía que ya ha alcanzado una determinada estabilidad y que ahora enfrenta otra clase de problemas, como el de reiniciar un proceso de crecimiento económico sostenido a tasas superiores que las observadas en los últimos años, las cuales es claro que han estado por debajo de las necesidades de la población.

Ezequiel en “Los grandes problemas de México” realizó algunas consideraciones que vale la pena retomar, supone necesario realizar ajustes en el diseño y la conducción de la política económica para propiciar el crecimiento sostenido. En particular, sugiere la alineación de los objetivos del Banco de México con el objetivo dual (empleo e inflación) de la Reserva Federal de Estados Unidos. Para lo anterior es necesario moverse de un esquema de objetivos de inflación “estricto” hacia uno “flexible”. Esto permitirá que el Banco de México pueda responder sincronizadamente con la Reserva Federal ante choques externos que pudiesen afectar a México debido a la estrecha integración económica entre México y Estados Unidos.

Otra propuesta que menciona sería trasladarse hacia un objetivo de inflación que no esté basado en la inflación general en diciembre, como se hace actualmente, sino que se base en una medida promedio anual y que considere el núcleo de la inflación, la inflación subyacente, como la variable clave en el proceso de toma de decisiones de política monetaria.

El objetivo fundamental de las políticas públicas es contar con una economía que crezca más rápido y de manera sostenida, sin embargo, en México se ha visto el logro de la estabilidad de precios mas no un alto crecimiento. Una economía puede crecer aceleradamente sin necesidad de sacrificar la estabilidad de los precios.

BIBLIOGRAFÍA.

Allsopp, Ch. & David Vines (2000), "The Assessment: Macroeconomic Policy", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, No. 4. Oxford University Press.

Ando, A. and Modigliani, F. (1963), "The life cycle hypothesis of saving: Aggregate implications and tests", *American Economic Review*, 53.

Banco de México (a), *Esquemas de Objetivos de Inflación*, Banco de México.
www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/didactico/EfectosPolMonEconomia/efectosDeLaPolMonSobreEconomiaV3.pdf. Consultado el 10 de septiembre de 2012.

Banco de México (b), *Efectos de la Política Monetaria sobre la Economía*, Banco de México.
www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/didactico/EfectosPolMonEconomia/efectosDeLaPolMonSobreEconomiaV3.pdf. Consultado el 2 de octubre de 2012.

Banco de México (c), *La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados*, Banco de México.
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentos-historicos/%7B864ADB18-DDC6-92E0-97DB-11ADD16A4223%7D.pdf>. Consultado el 29 de Noviembre de 2012.

Banco de México (d), *La Conducción de la Política Monetaria del Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios*, Banco de México.
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentos-historicos/%7BE81BC812-BE6E-1FBA-08B5-B71F66C3692A%7D.pdf>. Consultado el 29 de Noviembre de 2012.

Banco de México (e), *Esquemas de objetivos de inflación*, Banco de México.
<http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7B5C9B2F38-D20E-8988-479A-922AFEEBB783%7D.pdf>. Consultado el 29 de Noviembre de 2012.

Banco de México (f), *Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés (Anexo 3 del Informe sobre Inflación Julio-Septiembre 2007)*, Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/%7B16DC84D2-A904-6373-28E3-29659E530FDB%7D.pdf>. Consultado el 29 de Noviembre de 2012.

Banco de México (g), *Operaciones de Mercado Abierto en el Banco de México*, Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/instrumentacion-de-la-politica-monetaria/%7BBBD2DAABD-E7D4-9CF4-F2D6-C24FF4F1BCBD%7D.pdf>. Consultado el 4 de febrero de 2013.

Calderón, Cuauhtémoc *et al.* (2010), "Análisis postkeynesiano de la oferta de moneda en México durante el periodo populista y neoliberal", en *Análisis Económico*, Núm. 59, vol. XXV.

Cavazos Lerma, Manuel, "Cincuenta años de política monetaria", en Ernesto Fernández Hurtado (comp.), *Cincuenta Años de Banca Central. Ensayos Conmemorativos*. Lecturas del Trimestre Económico número 17, Banco de México-Fondo de Cultura Económica, México, 1976.

Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión, *Ley del Banco de México*, www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/74.pdf. Consultado el 12 de noviembre de 2011.

Clavijo, Fernando y Susana Valdivieso (2000), "Reformas Estructurales y Política Macroeconómica: El caso de México 1982-1999", *Reformas Económicas*, 67, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP), *La Banca Central y su Papel en la Economía*, CEFP/046/2009, Cámara de Diputados, H. Congreso de la Unión, México, 2009.

Cuadrado (2001), *Política Económica. Objetivos e Instrumentos*. McGraw-Hill, Madrid, segunda edición.

Ekelund, Robert *et al.* (2005), *Historia de la teoría económica y de su método*, McGraw-Hill, México.

Esquivel, Gerardo (2010), "De la inestabilidad Macroeconómica al estancamiento estabilizador: El papel del diseño y la conducción de la política económica", en Manuel Ordorica (coordinador), *Los grandes problemas de México*, El Colegio de México.

Esquivel, Gerardo (2012), "De la inestabilidad Macroeconómica al estancamiento estabilizador: El papel del diseño y la conducción de la política económica", en Manuel

Ordorica (coordinador), *Los grandes problemas de México* (Edición abreviada), El Colegio de México.

Fernández, Andrés *et al.* (2003), *Política Monetaria. II. Enfoques Alternativos*, Editorial AC Thomson, Madrid.

Fernández Hurtado, Ernesto, "Reflexiones sobre aspectos fundamentales de la banca central en México", en Ernesto Fernández Hurtado (comp.), *Cincuenta Años de Banca Central. Ensayos Conmemorativos*. Lecturas del Trimestre Económico número 17, Banco de México-Fondo de Cultura Económica, México, 1976.

Fernández, Parejo y Rodríguez (1995), *Política Económica*, McGraw-Hill, Madrid, primera edición.

Galindo, Luis Miguel y Jaime Ros (2006), "Banco de México: Política monetaria de metas de inflación", *ECONOMÍAUnam*, vol. 3, núm. 9.

Garriga, Ana (2010), "Objetivos, instrumentos y resultados de política monetaria México 1980-2010", Documentos de Trabajo, 225, CIDE, México.

González, Juan (2009), *La política económica en México y China*, Miguel Ángel Porrúa, México.

Guzmán Plata, María de la Paz y Ricardo Padilla Hermida (2009), "El impacto de la política monetaria sobre la tasa de interés, el tipo de cambio y el índice bursátil", *Análisis Económico*, núm. 55, vol. XXIV, primer cuatrimestre.

Heath, Jonathan (2007), *Para Entender el Banco de México*, Nostra Ediciones, México.

Herschel, Federico J. (1989), *Política Económica*, Siglo XXI Editores, México.

Hoggarth, Glenn (1997), "Introducción a la política monetaria", *Ensayos*, Número 54, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

ICE, *Tendencias y Nuevos Desarrollos de la Teoría Económica* Enero-Febrero 2011. N° 858

Ireland, Peter N. (2006), "The Monetary Transmission Mechanism", *Working Papers*, Number 06-1, Federal Reserve Bank of Boston.

Lafuente, Danilo (1996), "Mecanismos de Transmisión de la política monetaria: 1990-1995", *Nota Técnica*, 33, Banco Central del Ecuador. <http://www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/NotasTecnicas/nota33.pdf>. Consultado el 15 de abril de 2012.

LeRoy Miller, Roger y David D. VanHoose (2005), *Macroeconomía, Teorías, Políticas y Aplicaciones Internacionales*, Thomson, México, tercera edición.

Leriche, Cristian (1991), *Teoría Cuantitativa y Escuela de Cambridge: La versión de Pigou*, UAM, México.

López, Leonardo (2012), "El monetarismo de Milton Friedman y la economía argentina de los noventa", *Revista OIKONOMOS*, Año 2, vol. 1.

Mankiw, Gregory (1997), *Macroeconomía*, Antoni Bosch, Barcelona, tercera edición.

Mantey, Guadalupe (1995), "La política monetaria en México y la tasa de interés real", *Investigación Económica*, núm.211, enero-marzo.

Martínez Le Clainche, Roberto (1996), *Curso de Teoría Monetaria y Política Financiera*, UNAM. México.

Martínez, Lorenza, Oscar Sánchez y Alejandro Werner (2001), "Consideraciones sobre la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México", *Documento de Investigación*, No. 2001-02. Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.

Meltzer, A. H. (1995), "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist". *Journal of Economic Perspectives*, Number 9.

Mies, V., F. Morandé y M. Tapia (2004), *Política Monetaria y Mecanismos de Transmisión: Nuevos Elementos para una Vieja Discusión*, Premio de Banca Central "Rodrigo Gómez 2003". Estudios. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Montemayor, Aurelio (1984), "La política monetaria en el período 1977-1982", en Alejandro Violante y Roberto Dávila (coordinadores), *México Una Economía en Transición*, Vol I, Política Monetaria y Fiscal, Editorial Limusa, México.

Phillips, A. W. (1958), "The relationship between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica* 25(100).

Ramírez, Ernesto (2009), *El dinero y la política monetaria en México*, UNAM, México.

Rodríguez, Abigail et al. (2012), *Racionamiento de crédito: Perspectiva de la Nueva Economía Keynesiana*, Revista Problemas del Desarrollo, México.

Shapiro, E. (1979), *Análisis Macroeconómico*, Ediciones ICE, Madrid.

Spiegel, Shari (2007), *Políticas macroeconómicas y de crecimiento*, ONU DAES, Nueva York.

Tobin, James (1969), "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, No.1.

Turrent y Díaz, Eduardo, *Banco de México. Historia Sintética*, Banco de México, México, 1995.

Vázquez Enríquez, Alejandro (1982), "La política monetaria: 1973-1981", *Economía Mexicana*, número 4. CIDE.