



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA  
DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO  
PROGRAMA ÚNICO DE ESPECIALIZACIONES EN ECONOMÍA

**MÉXICO: GESTIÓN DEL CRÉDITO DEL BANCO  
CENTRAL DURANTE LA SEGUNDA MITAD DE LOS  
AÑOS NOVENTA**

ENSAYO

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE ENSPECIALISTA

EN ECONOMIA MONETARIA Y FINANCIERA

PRESENTA:

**MARIA AURORA PLATA REYES**

TUTOR:

: DR. HUGO J. CONTRERAS SOSA



MÉXICO DF., OCTUBRE DE 2015



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.

## Índice

Introducción .....	3
Capítulo I. Marco general.....	4
A. La independencia del banco central en México: .....	5
B. Mecanismo de transmisión de la política monetaria .....	6
C. La hoja de balance del banco central.....	10
D. El esquema de saldos acumulados: .....	11
Capítulo II. La crisis cambiaria y su secuela, 1995-1998 .....	14
A. Crédito interno neto (CIN):.....	15
B. Política de acumulación de reservas .....	22
C. Saldos Acumulados Negativos o “corto”, 1998 .....	28
Capítulo III. Hacia el enfoque blancos de inflación, 1999-2000 .....	36
A. La trayectoria de la base monetaria y los objetivos de inflación, 1999.....	37
B. Hacia una política monetaria de carácter cualitativo, 2000.....	42
Conclusiones .....	47
Referencias .....	52

## Introducción

Actualmente el banco central mexicano opera una política monetaria bajo un régimen de blancos de inflación con un blanco de 3 por ciento, y éste con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. La idea sobre conducir la política monetaria bajo dicho régimen se comenzó a desarrollar desde 1998 y el blanco de inflación se discutió desde la publicación del programa monetario para el año 2001. Se considera que la conducción de la política monetaria comenzó a tener mayor importancia a partir de la crisis cambiaria de 1994, cuando la política fiscal dejó de fijar el tipo de cambio, pasando a una paridad flotante y cuando el banco central ya gozaba de independencia.

Por lo tanto, el objetivo del presente ensayo es describir la evolución de la política monetaria aplicada —antes de la adopción del régimen de blancos de inflación— por el banco central mexicano durante el período de 1995–2000, con la finalidad de determinar si durante dicho período el banco central había operado bajo una política monetaria hacia objetivos monetarios cuantitativos y si el agregado monetario que se tomó en consideración fue el crédito interno neto (CIN).

De este modo, el ensayo se desarrolla en tres capítulos: el primer capítulo aborda cuatro temas fundamentales para comprender la instrumentación de la política monetaria durante el período de estudio, tales como el mecanismo de transmisión de la política monetaria, la independencia de la autoridad monetaria, la estructura de la hoja de balance del banco central y el régimen de saldos acumulados; el segundo capítulo describe el mecanismo de transmisión que comenzó a utilizar la autoridad monetaria para cumplir con su objetivo operacional durante el período de 1995–1998; y el tercer capítulo desarrolla el último período correspondiente a 1999-2000 donde se presenta al igual que en el período anterior el mecanismo de transmisión utilizado, así como la transición del objetivo operacional estipulado en 1995 a un enfoque de blancos de inflación, es decir, la transición de una instrumentación de política monetaria basada en cantidades (CIN) a una instrumentación de política monetaria basada en precios (tasas de interés) para mayor información sobre el uso de estos términos véase (Taylor, 2000).

## **Capítulo I. Marco general**

## Capítulo I. Marco general

En el presente capítulo abordaremos cuatro temas fundamentales que debe conocer todo economista para comprender la política monetaria durante la segunda mitad de los años noventa. En primera instancia se menciona la importancia de la independencia del banco central como eje fundamental para llevar a cabo la política monetaria. En segundo lugar se describen brevemente los tipos de mecanismo de transmisión utilizados por la autoridad monetaria para cumplir con su objetivo operacional. En tercer lugar presentaremos la estructura básica de la hoja de balance del banco central y finalmente abordaremos el esquema de saldos acumulados, tema que jugó un papel importante en la instrumentación de la política monetaria en los años noventa.

**A. La independencia del banco central en México.**<sup>1</sup> Desde comienzo de los años ochenta, cuando se empezó a retomar en el mundo la idea de la independencia de los bancos centrales modernos, se tenía la premisa de que aquellas autoridades monetarias que gozaban de mayor independencia eran más eficientes para controlar la inflación.

El Banco de México<sup>2</sup> abrió sus puertas en el año de 1925 y desde su creación aplicó la política monetaria bajo un mecanismo de transmisión, pero en ese entonces el banco central aún no gozaba de independencia. Por el contrario, la conducción de la política monetaria estaba subordinada por el gobierno federal a través de las política fiscal y financiera. De tal manera que el banco central tenía que otorgar financiamiento al gobierno para que éste desempeñara su función como regulador único de la actividad económica nacional.

El 17 de mayo de 1993 fue cuando se comenzó a discutir la independencia del banco central mexicano y se propusieron algunos cambios en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y en otras leyes. Pero fue precisamente en agosto de 1993 cuando el Congreso de la Unión aprobó una enmienda al Artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos en donde se estipuló: “El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la

---

<sup>1</sup> Banco de México utiliza el término “autonomía”, pero a lo largo de este ensayo se utilizara la palabra “independencia” por ser ésta la forma internacional.

<sup>2</sup> Banco de México es el banco central mexicano. A lo largo del ensayo nos referiremos a él ya sea como autoridad monetaria o banco central.

estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento...”, de esta forma se le otorgó independencia a la autoridad monetaria para intervenir en situaciones que afectaran la estabilidad del nivel de precios. Así fue como se le comenzó a dar importancia al banco central como una institución que podría contribuir a la estabilidad de la economía nacional. Por ello es interesante estudiar cómo fue la conducción de política monetaria por parte del banco central durante la segunda mitad de los noventa, cuál fue el mecanismo de transmisión que utilizó para cumplir con el mandamiento que se le había impuesto y cómo fue su desarrollo.

Con la independencia del banco central otros temas se volverían de interés, como la rendición de cuentas y la transparencia, con la publicación de la toma de decisiones sobre política monetaria se podría tranquilizar a los mercados durante períodos de incertidumbre, como los procesos electorales, porque se le demostraría al público que las decisiones tomadas por parte del banco central no estarían influenciadas por intereses políticos.

**B. Mecanismo de transmisión de la política monetaria.** Actualmente la autoridad monetaria ejerce una política monetaria bajo el régimen de blancos de inflación<sup>3</sup> para cumplir con su objetivo la estabilidad del nivel de precios. En México, el régimen de blancos de inflación fue discutido desde 1998 y el blanco de inflación se discutió en el año 2001. El blanco de inflación a mediano plazo que se estableció para diciembre del 2003 y que aún persiste es una inflación anual del 3 por ciento con un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual. Para alcanzar dicho blanco inflacionario la autoridad monetaria utiliza un mecanismo de transmisión que se encuentre ligado con la evolución de los precios.

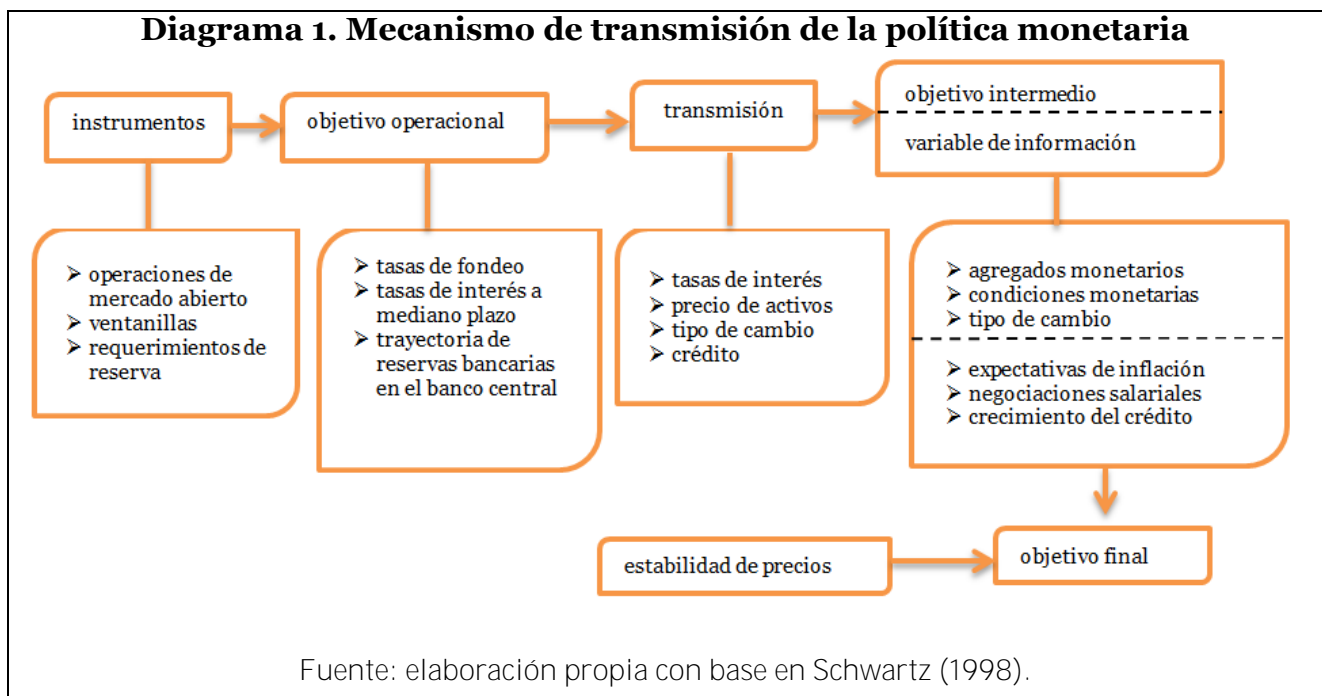
Durante los últimos años de los noventa, en México, la instrumentación de la política monetaria había utilizado instrumentos de mercado que tuvieran alguna influencia sobre las tasas de interés a corto plazo con la finalidad de utilizar un mecanismo de transmisión de la política monetaria que le permitiera cumplir con un objetivo intermedio, mismo que le otorgaría información futura

---

<sup>3</sup> Banco de México utiliza como sinónimo de “blancos de inflación” el término “metas de inflación”. Sin embargo a lo largo del ensayo se utilizara el término “blancos de inflación” por ser éste el término internacional.

sobre la demanda agregada y la evolución de los precios para determinar si se podría alcanzar o no el objetivo final de la autoridad monetaria.

En el Diagrama 1 se muestra el mecanismo de transmisión de la política monetaria presentado por Schwartz en 1988. Sin embargo, en el año 2000 este autor junto con Alberto Torres consideró conveniente realizar una modificación al mecanismo de transmisión anterior que fuera capaz de explicar la instrumentación de la política monetaria durante ese entonces (ver Diagrama 2) cabe destacar que es precisamente este último mecanismo de transmisión el que actualmente se continua utilizando para comprender la postura monetaria del banco central.



A fin de comprender cómo influye el mecanismo de transmisión sobre el blanco de inflación se realiza una breve explicación sobre cada uno de los canales de transmisión:

- Tasas de interés: este canal afecta en las decisiones de inversión y ahorro. lo que se deduce en variaciones en la demanda agregada y los precios.

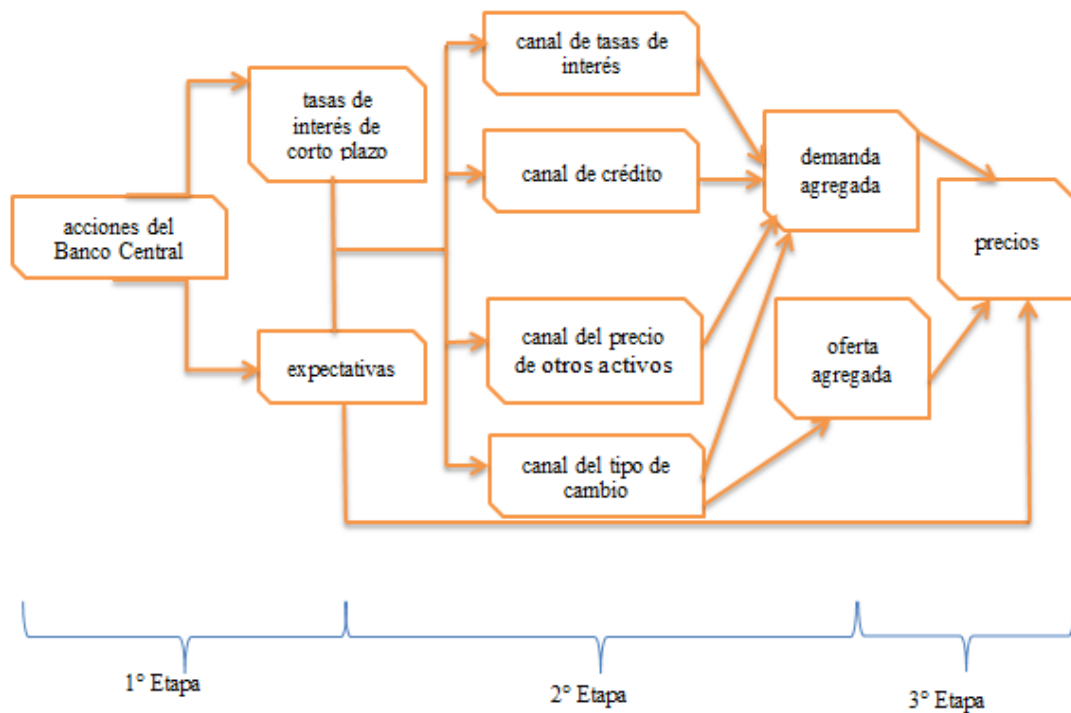


- Precios de otros activos: la variación de las tasas de interés afecta los precios de otros activos como son las acciones, los bonos y los bienes raíces que, a su vez, afecta las decisiones de gasto de las familias y de las empresas, provocando un cambio en los precios y la demanda agregada.
- Tipo de cambio: la afectación en las tasas ocasiona movimientos en los tipos de cambio. Por ejemplo, cuando el tipo de cambio es flexible, la aplicación de una política monetaria restrictiva provoca un incremento en las tasas de interés que, a su vez, puede repercutir en una apreciación de la moneda. Dicha apreciación provocaría que se prefiriera el consumo sobre bienes externos que por los bienes internos, lo que afectaría la demanda agregada y posteriormente los precios. Pero una forma en que la apreciación de la moneda afectaría directamente sobre la inflación sería cuando las empresas tuvieran deuda en moneda extranjera o cuando las materias primas que se necesitan para operar sean importadas. De esta forma, el incremento en el costo de la divisa se traslada directamente a los precios de venta de los productos.
- Crecimiento del crédito: cuando se presenta una política monetaria expansiva existe mayor disponibilidad de crédito, pero cuando hay una política monetaria restrictiva la disponibilidad del crédito disminuye provocando un alza en las tasas de interés que, como consecuencia, disminuye la demanda de crédito y la oferta de fondos prestables, teniendo efectos sobre la demanda agregada y la inflación.
- Expectativas de inflación: este canal se refiere a cuando los agentes económicos se forman expectativas con la información disponible para prever el comportamiento de la autoridad monetaria con respecto a sus decisiones de gasto e inversión.

La modificación que a finales del año 2000 hicieron Schwartz y Torres al mecanismo de transmisión de la política monetaria consistió en analizar dicho mecanismo haciendo énfasis en dos aspectos. En primer lugar la importancia que tenían las expectativas de los agentes económicos, como las expectativas de inflación y el riesgo país, en el mecanismo de transmisión y su repercusión en la inflación. En segundo lugar la identificación de las características del régimen monetario vigente en México, tales como el establecimiento de un “corto”, y el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo.

En el Diagrama 2 se observa cómo los autores analizaron el mecanismo de transmisión de la política monetaria en tres etapas. La primera etapa muestra que las acciones del banco central tienen un impacto sobre las tasas de interés a corto plazo y sobre las expectativas de los agentes económicos. Cuando los agentes económicos confían plenamente en las acciones de la autoridad monetaria sobre los objetivos establecidos una modificación en la política monetaria sobre las expectativas puede impactar directamente sobre los precios por medio de la oferta agregada. La segunda etapa hace referencia a los canales mediante los cuales el banco central transmite sus acciones de política monetaria hacia la oferta y la demanda agregadas. La tercera etapa es la culminación de la interacción de la oferta y la demanda agregadas sobre la evolución de los precios.

**Diagrama 2. Mecanismo de transmisión de la política monetaria a finales del 2000**



Fuente: elaboración propia con base en Schwartz y Torres (2000).

**C. La hoja de balance del banco central.** Para comprender mejor el proceso de política monetaria ocurrido después de la crisis cambiaria de 1994 se analizará brevemente la hoja de balance del banco central.

La hoja de balance simplificada del banco central se divide en dos partes: los activos, que son las fuentes de la base monetaria (oferta de base monetaria) compuesta por la reserva internacional (RI) y el crédito interno neto (CIN), y los pasivos, que son los usos de la base monetaria (demanda de base monetaria) compuestos por los billetes y monedas y los depósitos que la banca mantiene en el banco central (ver Cuadro 1).

En el programa monetario de 1995, el cual se aborda más adelante, se definieron los elementos de la hoja de balance del banco central y se estipuló que la base monetaria sería la suma de los billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que la autoridad monetaria lleva a las instituciones de crédito. Se definió al crédito interno neto como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional de la autoridad monetaria. Finalmente se determinó a la reserva internacional conforme a la normatividad del banco central que señala que los pasivos del banco procedentes de crédito con propósitos de regulación bancaria no se restaran de los activos internacionales para determinar la reserva.

**Cuadro 1. Hoja de Balance del banco central simplificada**

<b>Oferta de base monetaria (<math>H_o</math>)</b>	<b>Demanda de base monetaria (<math>H_D</math>)</b>
<p style="text-align: center;">Activos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• reserva internacional (RI)</li> <li>• crédito Interno Neto (CIN)</li> </ul>	<p style="text-align: center;">Pasivos</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• billetes y monedas (<math>ByM</math>)</li> <li>• depósitos bancarios (<math>D_B</math>)</li> </ul>

Fuente: elaboración propia con base en Schwartz (1998).

Así, el banco central producirá variaciones en la oferta de base monetaria ( $\Delta H_O$ ) cuando el banco intervenga en el mercado cambiario produciendo cambios en la reserva internacional ( $\Delta RI$ ) y cuando otorgue financiamiento al gobierno y a los bancos comerciales produciendo cambios en el crédito interno neto ( $\Delta CIN$ ) para garantizar su objetivo operacional. Dichos cambios tendrán como contrapartida variaciones en la demanda de base monetaria ( $\Delta H_D$ ), es decir, en los billetes y monedas ( $\Delta ByM$ ), así como en los depósitos bancarios ( $\Delta D_B$ ). De esta forma, se expresa matemáticamente como:

$$\Delta RI + \Delta CIN = \Delta ByM + \Delta D_B$$

Dado que:  $H_O = RI + CIN$  y  $H_D = ByM + D_B$ , tenemos:

$$\Delta H_O = \Delta H_D$$

Por lo tanto, una variación en la oferta de base monetaria tendrá como contrapartida una variación en la misma magnitud sobre la demanda de base monetaria.

**D. El esquema de saldos acumulados.** La metodología del “régimen de saldos acumulados” consistía en un cómputo por un período de 28 días sobre las cuentas corrientes que la banca mantenía en el banco central las cuales debían sumar cero al final del período. La suma debía de ser cero, porque de no ser así los bancos estarían expuestos a sanciones por parte del banco central. Por un lado, si la suma fuera negativa el banco que incurrió en dicha situación tendría que pagar dos veces la tasa representativa del mercado, que en ese caso era la tasa de cetes a 28 días, y si el saldo al final del período fuera positivo el banco en cuestión perdería la posibilidad de obtener un rendimiento si hubiera invertido los recursos respectivos, como consecuencia los bancos incurrían en un costo de oportunidad.

El régimen de saldos acumulados tenía la finalidad de motivar a las instituciones a no mantener ni saldos positivos ni negativos de tal forma que pudieran realizar operaciones de mercado interbancario para cubrir los faltantes en sus cuentas a una tasa de interés establecida por el mercado. Por dicha razón, el banco central no pretendía en el período de cómputo retribuir a los saldos positivos ni cobrar intereses por presencia de sobregiros que se registraran al cierre del día,

siempre y cuando éstos estuvieran en ciertos límites determinados por el pasivo o capital de cada institución.

Para comprender mejor la metodología del régimen de saldos acumulados en el Cuadro 2 se esquematiza el cálculo de los saldos acumulados. En la primera columna se encuentran los días hábiles e inhábiles. En la segunda columna se observan los saldos de cuenta corriente del banco que cerraran cada día. En la tercera columna se encuentra el saldo acumulado diario, es decir la suma de los saldos positivos o negativos observados en la cuenta corriente que el banco tiene en el banco central al cierre de cada día.

A manera de ejemplo, en el Cuadro 2 suponemos que un banco comercial registró el primer día en la cuenta corriente 10 millones de pesos y el segundo día registró la misma cantidad. Por lo tanto, el saldo acumulado de saldos diarios registrado para el primer día sería de 10 millones de pesos, pero para conocer los saldos acumulados diarios en el segundo día se suman los dos registros de los saldos de la cuenta corriente del banco de los dos días de registro, lo que nos arrojaría un saldo acumulado diario para el segundo día de 20 millones de pesos y así se continua el cálculo hasta llegar a 28 días en donde el saldo acumulado debe dar un valor igual a cero.

**Cuadro 2. Cálculo de los saldos acumulados de una institución de crédito**

Día	Saldo de cuenta corriente al cierre del día	Saldo acumulado diario	Día	Saldo de cuenta corriente al cierre del día	Saldo acumulado diario
1	10	10	15	0	40
2	10	20	16	0	40
3	10	30	17	0	40
4	10	40	18	0	40
5	-100	-60	19	0	40
6	100	40	20	0	40
7	-100	-60	21	0	40
8	-100	-160	22	-10	30
9	100	-60	23	-10	20
10	100	40	24	-10	10
11	100	140	25	-10	0
12	0	140	26	0	0
13	-140	0	27	-100	-100
14	40	40	28	100	0

Fuente: Banco de México, 1997.

Obtener al final del período saldos acumulados igual a cero, expresaba una política monetaria neutral en donde el banco central tenía la intención de satisfacer la demanda de billetes y monedas a las tasas de interés determinadas por el mercado, para contribuir a que los bancos no incurrieran en saldos acumulados negativos o positivos al final del período, porque les proporcionaría los recursos necesarios para el faltante en sus cuentas.

Cuando al final del período los saldos acumulados eran negativos la postura de la política monetaria era restrictiva, esto significaba que la intención del banco no era proporcionar los recursos necesarios a los bancos para satisfacer la demanda de billetes y monedas a la tasa de interés impuesta por el mercado, lo que implicaba que los bancos tuvieran que recurrir a sobregiros para satisfacer su faltante en sus cuentas, ello influiría en un movimiento al alza de las tasas de interés, porque los bancos intentarían pagar la sanción sobre la tasa de interés representativa en la búsqueda de obtener sus recursos faltantes en el mercado de dinero. Por el contrario, un movimiento a la baja en las tasas de interés sería resultado de una política monetaria expansiva en donde los saldos acumulados serían positivos.

Una vez comprendidos los temas anteriores se entenderá de mejor manera, en los siguientes capítulos, la evolución de la instrumentación de la política monetaria en México durante la segunda mitad de los años noventa.

## **Capítulo II. La crisis cambiaria y su secuela, 1995-1998**

## Capítulo II. La crisis cambiaria y su secuela, 1995-1998

Durante los años noventa en México se presentó un cambio en la administración de su política monetaria. Con la llegada de la crisis de 1994, el banco central encontró afectada su reputación, porque se había perdido credibilidad por parte de los agentes económicos. Ante la presencia de este gran problema, la autoridad monetaria pretendió encontrar una forma de recuperarla. Desarrolló mecanismos que enviaran señales sobre su gestión a los agentes económicos, es así como en 1995 inició divulgando un límite sobre el crédito interno neto (CIN) que junto con los saldos acumulados le ayudarían a recuperar la credibilidad de los agentes económicos y mostrarles que podría llevar a cabo su mandato sobre la estabilidad de los precios y como una institución que apoyaría en el desarrollo de la actividad económica nacional, pero estos no fueron los únicos instrumentos que utilizó.

Posteriormente, durante el período de 1996 – 1998, desarrolló instrumentos que le ayudarían en la acumulación de reservas internacionales e instrumentos que le posibilitaran influir sobre la tasa de interés de corto plazo. Es así como en 1996 desarrolló una política para la acumulación de activos internacionales y en 1998 comenzó con la utilización de los saldos acumulados negativos que le permitirían influir sobre las tasas de interés de corto plazo, por lo tanto en el presente capítulo se desarrolla la evolución de dichos instrumentos.

**A. Crédito interno neto (CIN).** A finales del año de 1994 México había sufrido una devaluación del peso mexicano que aunado al bajo nivel de la reserva internacional y de los flujos internacionales de capital llevo al país a abandonar el régimen de tipo de cambio fijo y a adoptar un régimen de tipo de cambio flotante<sup>4</sup>, dicha adopción también implicó que el país se convirtiera en una economía tomadora de precios y de tasas de interés en donde la autoridad monetaria no podría influir directamente, porque éstas estarían determinadas por los mercados internacionales, por lo tanto se hizo necesario encontrar una forma de intervenir en ellas de forma directa a través del uso de otras variables.

---

<sup>4</sup> El régimen de tipo de cambio flotante se refiere a una variación del tipo de cambio a la alza o a la baja que de alguna forma consiga el equilibrio entre la oferta y la demanda de divisas.



A causa de la devaluación del peso y el desarrollo de un alto nivel inflacionario la credibilidad del banco central se vio afectada. Se criticaba al banco central por la poca transparencia que se tenía sobre la dirección de la política monetaria, la limitada propagación de la información y por la falta de decisión para limitar la política monetaria en el momento de la crisis y después de la crisis.

En 1995 la economía mexicana se encontraba en el proceso de una importante crisis financiera, y bajo la adopción del tipo de cambio flexible, la autoridad monetaria comenzó a preocuparse por darle una ancla nominal a la economía, a pesar de que su capacidad para conseguir la estabilidad financiera y de precios estaba en duda decidió desarrollar operaciones en la base monetaria para intervenir en las tasas de interés y el tipo de cambio, y poder cumplir con su objetivo la estabilidad en el nivel general de precios.

Para ello se le otorgó a la autoridad monetaria la facultad del manejo de medidas discrecionales que consistirían en la implantación de un límite sobre el crecimiento de un agregado monetario en este caso sobre el crédito interno neto (CIN)<sup>5</sup>. Fue el 4 de enero de 1995 cuando la autoridad monetaria fijó un límite de 12,000 millones de pesos sobre el CIN; dicho límite se mostraba compatible con la demanda de base monetaria la cual estaba relacionada con el crecimiento del PIB real de 1.5 por ciento y con el nivel general de precios del 19 por ciento.

Sin embargo, debido a proyecciones más concisas sobre la evolución esperada de la circulación del dinero, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió disminuir el límite a 10,000 millones de pesos, éste se dio a conocer el 30 de enero de 1995 en el documento titulado “Exposición sobre política monetaria lapso del 1º de enero a 31 de diciembre de 1995” en donde se publicó el programa monetario para dicho período el cual formuló lo siguiente:

- El límite impuesto al CIN habría de satisfacer el incremento anual de la demanda de base monetaria, de tal forma que la reserva internacional no incrementara. Por un lado, se aclaró que el límite al CIN no era una meta sino el valor máximo de la expansión del CIN.

---

<sup>5</sup> El crédito interno neto (CIN) es la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del banco central.

- Se definió al CIN como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México. También se definió a la base monetaria como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. La reserva internacional se definió conforme a la normatividad del banco que señala que los pasivos del banco procedentes de crédito con propósitos de regulación bancaria, no se restarán de los activos internacionales para determinar la reserva.

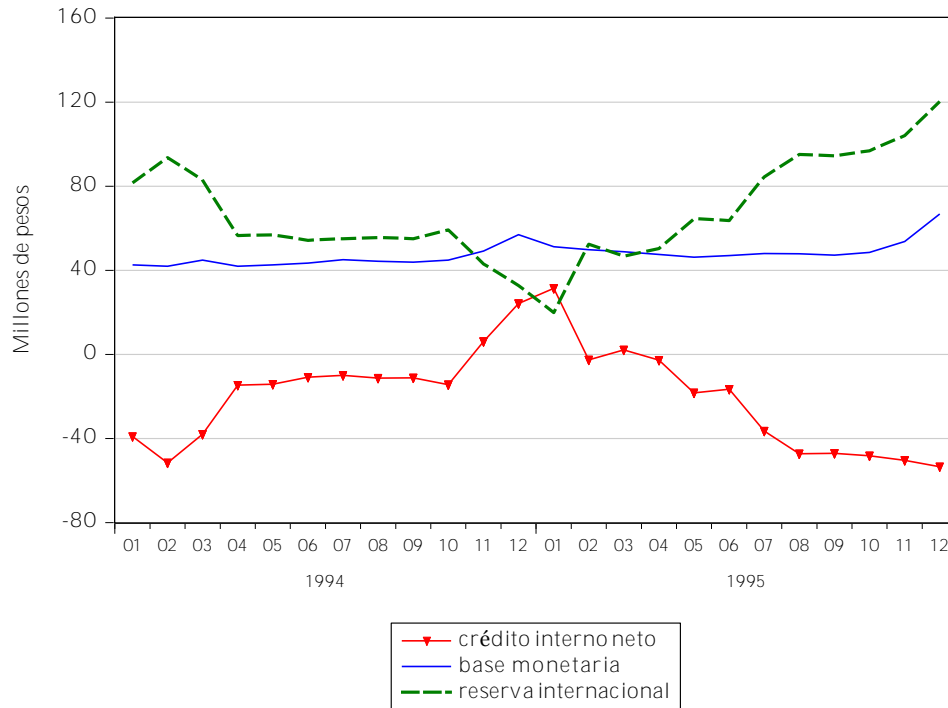
Teniendo en cuenta la metodología sobre la hoja de balance del capítulo anterior. En la Gráfica 1 se analiza la evolución mensual del crédito interno neto, así como de la reserva internacional y la base monetaria para el período de 1994-1995. En dicha gráfica se observa una relación negativa entre el crédito interno neto y la reserva internacional, es decir, que ante un incremento en la reserva internacional se presenta una disminución en el crédito interno neto y viceversa.

También se observa que cuando se dio la devaluación del peso en diciembre de 1994 con la disminución de la reserva internacional hubo una expansión del crédito primario que provocó una variación al alza sobre la base monetaria en el mismo mes.

Posteriormente, para el resto del año de 1995 la brecha entre el crédito primario y la reserva internacional se fue volviendo más extensa y la base monetaria presentó una tendencia creciente por un aumento en la adquisición de activos internacionales lo que significa que después de la devaluación el banco central comenzó a intervenir en el mercado cambiario y hubo un menor financiamiento hacia el gobierno y los bancos comerciales, por lo tanto durante ese período la autoridad monetaria no sobrepasó el límite sobre la extensión del crédito interno neto.

**Gráfica 1. México: reservas internacionales, crédito interno neto y base monetaria, 1994-1995**

—datos mensuales—



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Información Económica (BIE), INEGI.

Una de las consideraciones propuestas por la Junta de Gobierno del Banco de México fue mantener el límite del CIN, para lo cual se debieron tomar en cuenta los siguientes indicadores (Banco de México, 1995):

“ - Las divergencias entre la inflación observada y la inflación prevista en el Acuerdo de la Unidad para superar la emergencia económica, respondiendo con medidas contraccionistas en caso de que se perciba una aceleración de la inflación.

- El comportamiento del tipo de cambio y de los diferenciales entre las tasas de interés a diferentes plazos. La política monetaria sería restrictiva en caso de observarse una tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio. Lo mismo sucedería si el diferencial entre las tasas reales de los Ajustabonos a cierto plazo y de los Cetes al mismo plazo se ensancha. Esto último

en razón de que se considera que el comportamiento de dichos diferenciales refleja las expectativas inflacionarias del público.

- Los resultados de encuestas sobre expectativas inflacionarias del público y de especialistas.

- La evolución de otros factores, tales como los precios productor y las revisiones de los contratos colectivos de trabajo.”

La finalidad de considerar los indicadores anteriores fue que el crédito primario del banco central se utilizara para ocuparse de la demanda de base monetaria esperada cada día, así como de la recuperación de los mercados financieros y de la disminución en la fluctuación del tipo de cambio. Ello también permitiría, por otro lado, recuperar la credibilidad de la institución al mostrar un objetivo monetario visible, el cual sería divulgado mensualmente frente a los agentes económicos.

Para manejar el crédito interno neto con mejor flexibilidad el Banco de México adoptó a partir de marzo de 1995 los saldos acumulados, llamados también “esquema de encaje promedio cero”, como una forma de observar los cambios en la oferta y demanda de base monetarias a través del reflejo sobre el manejo de los retiros o depósitos de los billetes y monedas, es decir sobre la cuenta corriente que la banca mantenía en el banco central con la finalidad de enviar señales sobre sus acciones en política monetaria.

La utilización de los saldos acumulados se hizo pertinente porque se consideraba que guardaban una estrecha relación entre la demanda y oferta de dinero primario, de tal forma que si la demanda de monedas y billetes era superior a la oferta de dinero primario, el saldo neto de las cuentas de las instituciones de crédito disminuía, pero cuando la oferta del dinero primario era mayor a la demanda de monedas y billetes el saldo neto de las cuentas de las instituciones de crédito aumentaba.

Así, las instituciones de crédito podían influir sobre el alza en las tasas de interés cuando realizaban operaciones en el mercado interbancario por la necesidad de cubrir sus faltantes en liquidez y, por el contrario, también las instituciones podrían influir sobre las tasas de interés hacia la baja cuando se presentaban excedentes no deseados en sus cuentas. Para evitar dicha

situación, la autoridad monetaria intervenía diariamente en el mercado de dinero a través de subastas de crédito o depósitos, así como de la compra o venta de títulos gubernamentales en directo o en reporto, para equilibrar la oferta y demanda de base monetaria.

Pero dicho lo anterior se puntualiza que durante el año de 1995 el objetivo principal del banco central con respecto a los saldos acumulados fue mantener una postura de política monetaria neutral proporcionándole a los bancos crédito suficiente para hacer frente a la demanda de monedas y billetes, incluso cuando los bancos presentaran saldos acumulados negativos, considerando que el crédito fuera otorgado mediante un sobregiro en la cuenta corriente.

Durante el año de 1996 la finalidad del programa monetario fue abatir la inflación registrada en 1995 de 52 por ciento a 20.5 por ciento. También se estableció un objetivo respecto al crecimiento de la base monetaria de 18,000 millones de pesos para conseguirlo el banco central aplicó las siguientes medidas:

- a) Ajustó la oferta de dinero primario con la demanda de base monetaria. Para lograrlo el banco central: abasteció diariamente la demanda de billetes y monedas, neutralizó el efecto monetario de los movimientos de la cuenta de la Tesorería de la Federación en la autoridad monetaria, así como las variaciones de los activos internacionales netos y compensó en su totalidad el efecto monetario de los apoyos crediticios otorgados. Por lo tanto de acuerdo con estas medidas se pretendía mantener una política monetaria neutral.
- b) Modificó el suministro del crédito interno neto con la finalidad de procurar un orden en los mercados financieros y de cambios para detener los posibles espirales especulativos y de esta forma evitar la depreciación de la moneda, las presiones inflacionarias y alzas en las tasas de interés.

A fin de que los agentes económicos contaran con los elementos suficientes para evaluar la ejecución de la política monetaria, se consideró conveniente determinar límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto<sup>6</sup> las cuales serían determinados por la estacionalidad de la

---

<sup>6</sup> La “variación del crédito interno neto” se definió como la variación de la base monetaria menos la variación de los activos internacionales netos éstos se traducirán a moneda nacional usando el tipo de cambio aplicado.

demanda de base monetaria, así como por el aumento mínimo esperado de los activos internacionales (ver Cuadro 3).

**Cuadro 3. México: límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto, 1996.**

trimestre	activos internacionales netos		base monetaria	crédito interno neto
	dólares	nuevos pesos	nuevos pesos	nuevos pesos
I	-500	-3,850	-5000	-1,150
II	-350	-2,695	-200	2,495
III	-100	-770	-450	320
IV	390	3,000	18,000	15,000

Fuente: elaboración propia con base en el Programa de política monetaria para el ciclo comprendido del 1° de enero al 31 de diciembre de 1996, Banco de México.

En 1996 la autoridad monetaria utilizó saldos acumulados negativos para apoyar un alza en las tasas de interés o su descenso con la finalidad de impedir algún espiral devaluatorio y contener las presiones inflacionarias que podrían llevar a un mayor aumento de las tasas de interés. En dicho año se identificaron tres episodios principales en los que el banco central tuvo que ajustar el objetivo del saldo acumulado de las cuentas corrientes que llevaban a la banca, estos fueron:

- 1 A finales de enero de 1996 se utilizó el “corto” porque durante ese mes se vieron amenazados el mercado cambiario y el mercado de dinero por el registro de altos flujos de capitales del exterior que provocaron una apreciación del tipo de cambio y un rápido descenso de las tasas de interés.
- 2 En junio de 1996 se presentaron aumentos en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos lo que se derivó en una rápida depreciación de la moneda nacional, por lo que la autoridad monetaria considero prudente aumentar el objetivo de sobregiro acumulado de la banca.
- 3 A mediados de octubre de 1996 se presentó una abrupta depreciación del tipo de cambio de 7.52 pesos por dólar al inicio del mes a 7.98 pesos por dólar al final del mes. A causa

de ello el banco central puso un “corto” de 20 millones de pesos a fin de evitar posibles secuelas inflacionarias o un difícil descenso de las tasas de interés.

La fijación de un límite sobre el crédito interno neto y la adopción de un régimen de saldos acumulados jugaron un papel importante en la política monetaria de 1995-1996. A través de ellas se orientó la instrumentación de la política monetaria hacia objetivos monetarios cuantitativos el cual fue considerado como el método menos riesgoso, porque el banco central no debía “adivinar” sobre el nivel idóneo de la tasa de interés, sino que podría influir sobre ellas a través del seguimiento de metas cuantitativas. Después de estos años se comenzaron a presentar cambios en los objetivos sobre los saldos acumulados mismos que se mencionarán más adelante.

**B. Política de acumulación de reservas.** Con la llegada de la crisis cambiaria en diciembre de 1994 se presentó una disminución considerable en la reserva internacional, por lo que se considera importante conocer las medidas adoptadas por el banco central para aumentar la reserva internacional, ya que como se recordara estas definían junto con la base monetaria el crédito interno neto (CIN).

En el lapso comprendido entre el último día de 1995 y a finales de enero de 1996 los activos internacionales netos incrementaron a 5, 868 millones de dólares. Posteriormente, durante los primeros siete meses de 1996 se había mostrado un desempeño favorable en el mercado cambiario, por lo que la Comisión de Cambios consideró prudente estimular la acumulación de la reserva internacional para mejorar las condiciones en el costo y financiamiento externo, se estipuló que dicha acumulación debía favorecer las compras del instituto emisor cuando el mercado estuviera ofrecido y las inhibiera cuando estuviera demandado, pero sin alterar el régimen de tipo de cambio flotante cuya característica principal es no predeterminedar el nivel del tipo de cambio. El esquema que se adoptó para alcanzar los propósitos señalados consistió en (Banco de México, 1997):

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

- Los tenedores de los derechos pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia determinado el día hábil inmediato anterior, cuando dicho tipo de cambio no es mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos.”

Banco de México debía evitar que el efecto expansivo de la base monetaria resultante de las compras de moneda extranjera provocara una modificación en la oferta de dinero primario.

En el año de 1997 se desarrollaron varios medios para conseguir un aumento en los activos internacionales, pero en este ensayo sólo se mencionan aquellos que ayudaron al éxito en la acumulación de activos internacionales, tales como:

- I. El éxito que tuvo el Gobierno en la colocación de valores públicos en el exterior. El Gobierno Federal contribuyó en la acumulación de reservas internacionales mediante la venta al instituto emisor de divisas provenientes de la contratación del crédito al exterior dentro de los límites que el H. Congreso de la Unión estableció.
- II. El incremento de ingresos por operaciones con PEMEX, que se debieron al aumento en los precios de la mezcla mexicana de crudo de exportación.
- III. El desarrollo de un mecanismo de opciones que les permitió a las instituciones de crédito vender dólares al banco central bajo ciertas condiciones. El programa de venta de opciones evitaría la apreciación de la moneda nacional. Así se decidió que el programa comenzara en agosto de 1996 con una subasta de 130 millones de dólares cada mes, sin embargo dicha cantidad se fue modificando gradualmente y como se observaron buenos resultados con el mecanismo, la Comisión de Cambios decidió pasar la subasta para finales de agosto del mismo año a 200 millones de dólares y a diciembre en 300 millones de dólares.

De agosto a diciembre de 1996 el Banco de México consiguió bajo el mecanismo señalado 909 millones de dólares. Para finales de julio de 1997 la subasta se incrementó en 500 millones de dólares. Este esquema continuó hasta que la Comisión de Cambios decidió reducir el monto de opciones de venta por el rápido crecimiento en la acumulación de activos



internacionales. Así el 29 de septiembre se decidió disminuir la subasta a 400 millones de dólares, misma que continuó y el 30 de octubre las subastas ya se encontraban a 250 millones de dólares, cantidad que se mantuvo hasta el cierre del año. El mecanismo de opciones durante un proceso de operación de 16 meses consiguió adquirir 5, 095 millones de dólares. El propósito de este mecanismo fue moderar la volatilidad del tipo de cambio. Sin embargo, las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario consiguieron más que evitar la depreciación de la moneda nacional, incrementar ligeramente las tasas de interés internas.

Desde el último día de 1996 a diciembre de 1997 los activos internacionales netos se incrementaron en 13,511 millones de dólares, incremento superior al establecido en el programa monetario para 1997 de 2,500 millones de dólares. Se acusa que dicho aumento fue resultado de dos razones: los ingresos de divisas por operaciones con PEMEX y el mecanismo de opciones.

El rápido aumento de la reserva provocó que el Banco de México contrajera el crédito primario para evitar que se produjeran excesos sobre la oferta de dinero, lo cual daría como resultado altos niveles de inflación, así como la elevación de las tasas de interés nominales y reales. Como consecuencia de dicha acción a inicios de 1997 el saldo del crédito primario se volvió negativo, porque para retirar el exceso de liquidez que se produjo por la acumulación de reservas internacionales, el banco central tuvo que captar los depósitos de los bancos y vender los valores públicos, de tal forma que la posición financiera del banco central dentro de la economía interna paso de ser acreedora a deudora, mientras que su posición acreedora se incrementó frente al exterior (Banco de México, 1998).

En el primer semestre de 1997 a causa de la elevada acumulación de reservas internacionales se presentaron movimientos anormales en las tasas de interés y el tipo de cambio. A finales de marzo e inicios de abril de 1997 las tasas de interés interbancarias y la TIIE se incrementaron de forma desproporcional, aun cuando el tipo de cambio se encontraba apreciado y las tasas de interés de los Cetes se mostraban estables. El resultado de dicho suceso se atribuyó a:

- Los depósitos colocados por las instituciones de crédito en el banco central no eran líquidos por no contar con un mercado secundario, es decir, que dichos depósitos no podían volverse rápidamente en dinero.

- En ocasiones la liquidez sólo estaba disponible en algunas instituciones de crédito que aprovecharon la situación para obtener mayores rendimientos sobre los depósitos contenidos en el banco central, pero esos rendimientos no se sustentaban a la situación subyacente de los mercados financieros.

Dados los anteriores hechos la autoridad monetaria tuvo que tomar ciertas medidas para restablecer el buen funcionamiento del mercado de dinero, éstas fueron:

- Ante el problema de que los depósitos de las instituciones de crédito no eran líquidos, el banco central aumentó su captación de recursos por medio de la venta valores públicos que sí eran líquidos y contaban con mercado secundario. De esta forma se disminuyó el alza de las tasas de interés interbancarias; con esta medida se permitía participar a aquellos bancos que no contaban con saldos excedentes, de tal forma que los bancos pudieran adquirir valores públicos y posteriormente venderlos en el mercado secundario para cubrir sus saldos negativos con el banco central. Es así como se restableció la competencia en el mercado de dinero.
- Se tuvo que ampliar el límite máximo de los saldos acumulados negativos para compensarlos con saldos acumulados positivos que se generaran en otros días. Con esta medida se le permitió a las instituciones de crédito incurrir en sobregiros que les permitieran obtener recursos para sus inversiones ante la presencia de altas tasas de interés, para después cubrir sus sobregiros a tasas menores en el futuro. Para mantener la competitividad en el mercado de dinero en mayo de 1997 también se amplió el límite máximo de los saldos acumulados positivos, a fin de que los límites en ambas direcciones se hicieran simétricos.
- Como una forma de reforzar las anteriores medidas el banco central incurrió en fijar un techo a la tasa de interés a sus operaciones pasivas a plazo de 24 horas, éste sólo fue necesario aplicarlo durante un día para poder restablecer el orden en el mercado de dinero, ya que si se utilizaba por mayor tiempo podría llegar a dañar la influencia que las fuerzas

del mercado tienen para determinar las tasas de interés dañando el papel de la captación y asignación de recursos, así como el equilibrio en otros mercados.

Sin embargo, aunque dicha medida no era prudente se hizo necesaria porque en enero de 1997 la Junta de Gobierno consideró conveniente no utilizar temporalmente el uso de “largos”<sup>7</sup>, mismos que habrían sido de gran utilidad ante el suceso que se estaba presentando, porque su uso causaba una baja en las tasas de interés. Por lo tanto, para septiembre de 1997 se decidió utilizar los “largos” sólo bajo ciertas circunstancias como que: *a)* la tasa de interés de corto plazo no fueran congruente con la evolución del tipo de cambio, *b)* la inflación evolucionara favorablemente que el aumento de los precios resultara inferior a el objetivo preestablecido, *c)* la apreciación del tipo de cambio resultara de entradas cuantiosas de capital a corto plazo al mercado de dinero y *d)* se presentaran aumentos en las tasas de interés como resultado de un desorden en el mercado de dinero.

En la Gráfica 2 se puede observar el comportamiento de las tasas durante el período de 1996-1997 en el cual la autoridad monetaria tomó las medidas anteriores. En esos años las tasas de interés disminuyeron, este éxito se debió no sólo a la intervención del Banco de México con las medidas anteriormente descritas, sino también a sus anuncios sobre el comportamiento de las tasas.

Como se recordará la autoridad monetaria había anunciado un incremento excesivo en las tasas en marzo de 1997, pero en la Gráfica 2 se observa que la tendencia de las tasas desde los inicios de 1996 ya tenían un comportamiento descendente. Sin embargo, ante los anuncios y el modo de proceder de la autoridad monetaria, el mercado interpretó las señales del banco central como si las tasas de interés a corto plazo hubieran llegado a niveles excesivos, lo que contribuyó a que la autoridad monetaria lograra su objetivo sobre la intervención en las tasas de interés.

---

<sup>7</sup> Saldos acumulados positivos

**Gráfica 2. México: Cetes a 28 días, tasa de interés interbancaria promedio y tasa de interés interbancaria de equilibrio a 28 días, 1996-1997**

—datos mensuales—

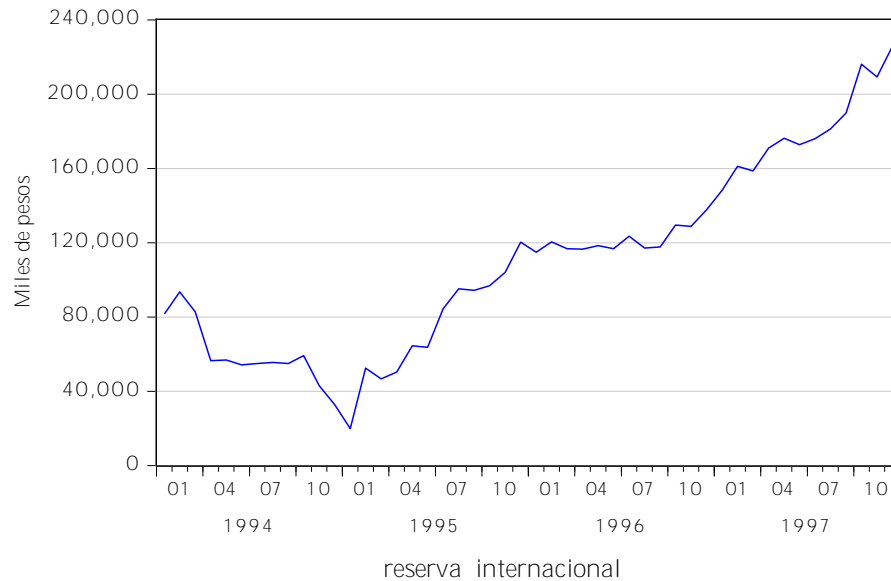


Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Información Económica (BIE), INEGI.

La aplicación de la política de acumulación de activos internacionales fue importante para el país porque le permitió mostrar y proveer frente al exterior mayor seguridad a los inversionistas en cuanto a su solvencia con respecto a los vencimientos de la deuda externa, sobre todo ante dificultades para contratar nuevos financiamientos.

En la Gráfica 3, correspondiente al periodo 1994-1997, se puede observar la evolución de la reserva internacional: una tendencia creciente, lo cual no sucedía desde la crisis de diciembre de 1994, lo cual demuestra que la acumulación de reservas fue un éxito.

**Gráfica 3. México: reservas internacionales, 1994-1997**  
—datos mensuales—



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Información Económica (BIE), INEGI.

**C. Saldos Acumulados Negativos o “corto”, 1998.** Durante todo el año de 1998 Banco de México aún mantuvo su objetivo operacional según el cual se encargaría de ajustar diariamente la oferta de dinero primario de acuerdo a la demanda de la base monetaria. De tal forma la autoridad monetaria esterilizaría el impacto monetario que provocarían las variaciones en la reserva internacional y las operaciones que realiza la Tesorería de la Federación en su cuenta con el banco central.

Al instituto central aún le interesaba no perder la credibilidad por parte de los agentes económicos, de tal modo que también se preocupó por proveer elementos que le permitieran al público informarse y analizar su gestión. Es así como la autoridad monetaria decidió divulgar la trayectoria de la base monetaria diariamente durante el año, la cual estaría acorde con una inflación del 12 por ciento, siempre y cuando se cumplieran las conjeturas adoptadas para su estimación. Para complementar lo anterior se comenzaron a incorporar límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y compromisos de acumulación mínima de reservas

internacionales. Por otro lado, se consideró que la postura de política monetaria restrictiva se presentaría sólo en circunstancias que lo ameritaran, situación que se dio en el año de 1998.

Durante el período de 1995 – 1997, Banco de México utilizó una postura monetaria neutral con saldos acumulados igual a cero, pero a partir de enero de 1998 se modificó el objetivo de los saldos acumulados a cero y negativos, durante todo el año el banco central se abstuvo de inyectar más liquidez al mercado de la necesaria para satisfacer la demanda de base monetaria manteniendo una postura restrictiva. Como se mencionó en el capítulo anterior la presencia de saldos acumulados negativos o “corto” implicaban una postura de política monetaria restrictiva por parte de la autoridad monetaria y enviaba una señal al mercado de dinero que se traducían en un aumento de las tasas de interés.

A principios de 1998 México había sido afectado por la crisis asiática y el deterioro del mercado petrolero por la caída de los precios del mismo, como resultado de ello se contrajo (durante los primeros dos meses) la entrada de capitales del exterior y se produjo una depreciación del peso deteriorando las expectativas inflacionarias. A raíz de dicha situación, el 11 de marzo del mismo año Banco de México cambió su postura neutral a restrictiva, cambiando su objetivo de 0 a -20 millones de pesos en saldos acumulados. Fue en este momento cuando los saldos acumulados pasaron de cero a negativos, lo que significó un “corto” al sistema bancario.

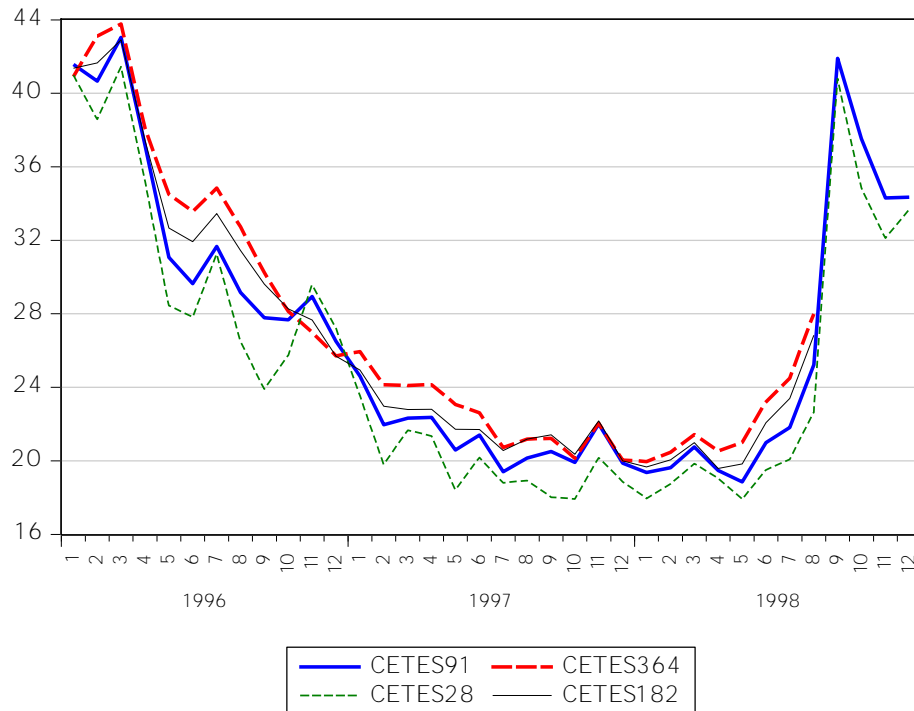
Esta decisión se reflejó en un incremento de las tasas de interés de los títulos gubernamentales en el mercado primario, dicha influencia se produjo por la señal que bajo la acción de la autoridad monetaria se envió al mercado, donde éste la tradujo como si el banco central considerara que las tasas de interés deben elevarse. Tal como se puede observar en la Gráfica 4, a partir de marzo se comenzó a observar una tendencia creciente de las tasas y fue en agosto de 1998 que las tasas de interés se dispararon al alza alcanzando su nivel más alto de 40.80 a 41.90 por ciento para el mes de septiembre del mismo año en los Cetes a 28 días y 91 días respectivamente.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Con respecto a los Cetes de 182 y 364 días no se encuentran disponibles los datos desde septiembre hasta diciembre de 1998.

**Gráfica 4. México: tasas de interés de los títulos gubernamentales en el mercado primario, 1996-1999**

—datos mensuales—



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Información Económica (BIE), INEGI.

Este fue el inicio de una paulatina disminución gradual de los saldos acumulados. Así para los meses de mayo y junio y con el continuo empeoramiento del entorno internacional sobre la presión de las monedas de Hong Kong y China, así como las dificultades de Japón para estimular su economía y la solución a su problema bancario, se enfatizó la contracción de los flujos de capitales hacia las economías emergentes entre las que se encontraba la mexicana.

Los sucesos anteriores provocaron una presión sobre el mercado cambiario que dio como consecuencia un deterioro en las expectativas de inflación, dichos sucesos implicaron que el Banco de México respondiera ampliando el “corto” a -30 millones de pesos el 25 de junio. Ante el efecto del “corto” las tasas de interés respondieron a la alza, sin embargo éste se fue diluyendo semanas después, coincidiendo con una apreciación temporal del tipo de cambio durante julio.

En el mes de agosto del mismo año la moratoria rusa sobre su deuda interna y externa lo obligo a adoptar controles de capital y a intervenir la mayor parte de sus bancos, desatándose de este modo una crisis económica y política. El colapso de Rusia tuvo repercusiones sobre los países emergentes debido a dos situaciones:

- Las instituciones, las cuales poseían cuantiosos recursos de fondos internacionales en Rusia, se vieron obligadas a liquidar sus posiciones en otros mercados más líquidos y profundos, como el mexicano.
- La falta de apoyo a Rusia, por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) y los países del G-7, causó grandes pérdidas a las instituciones financieras internacionales por realizar operaciones en dicho país, induciendo a una contracción de la inversión en los mercados afectados.

Tal panorama modificó la percepción sobre el riesgo de las economías emergentes, provocando una presión sobre la cotización de la moneda nacional, por lo tanto el Banco de México tuvo que volver a hacer uso de una política monetaria restrictiva ampliando el “corto” a -50 millones de pesos el 10 de agosto de 1998, ampliación que no tuvo un fuerte sino más bien un ligero impacto sobre las tasas de interés, lo cual no fue demasiado para detener la depreciación cambiaria. Ante dicha circunstancia la autoridad monetaria consideró prudente una semana después ampliar a un más el “corto” a -70 millones de pesos, sin embargo la situación continuo sin grandes cambios sobre la tasa de interés, ya que estas no reaccionaron inmediatamente al alza.

La razón por la que Banco de México no podía lograr un fuerte impacto sobre las tasas de interés aun cuando aplicara una política restrictiva ampliando los saldos acumulados negativos se debía a la posición deudora del banco central desde 1997 frente al mercado de dinero; como se recordará esto fue resultado de la elevada acumulación de activos internacionales durante ese año, por lo tanto bajo esta situación la banca tuvo mayor influencia sobre la determinación de las tasas de interés a corto plazo debido a que poseía la liquidez suficiente para impedir incrementos en las tasas. De este modo, el mecanismo del “corto” no fue efectivo para provocar una modificación al alza en las tasas de interés.



Al percatarse de este fenómeno, Banco de México utilizó otros instrumentos que le permitieron causar un efecto transitorio sobre las tasas de interés. Las acciones que decidió realizar fueron: reducir la capacidad de sobregiro intradía de los bancos con el uso del Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEAU) e imponer un piso a las tasas de interés mínima de 27 por ciento a partir del 21 de agosto y por los siguientes tres días hábiles para sus operaciones de mercado abierto, de tal forma que las tasas se comportaran de una forma más acorde con la variación del tipo de cambio. Sin embargo, esta medida sobre las tasas no fue efectiva para disminuir las presiones en el tipo de cambio y las expectativas inflacionarias, ya que, en esos días fue cuando se presencié el colapso de la economía rusa.

Este acontecimiento aceleró más la depreciación de la moneda nacional e influyó en un mayor aumento de las tasas de interés, pero este aumento en las tasas no fue suficiente para frenar la dinámica cambiaria, por lo que se hizo necesario tomar medidas monetarias adicionales.

Banco de México continuaba buscando formas para hacer que el “corto” fuera efectivo, de esta manera decidió reforzar sus instrumentos de política monetaria, a través de una posición acreedora con la cual le resultaría más fácil para provocar incrementos en la tasa de interés, ya que adquiriría la característica de ser el único proveedor de liquidez necesario en la banca para conseguir saldar cuentas y no incurrir en sobregiros.

Para lograr su propósito el 2 de septiembre estableció un “mecanismo de depósitos obligatorios” en el que las instituciones de crédito estaban obligadas a depositar a un plazo indefinido 1,250 millones de pesos diarios hasta cumplir con un total de 25,000 millones de pesos, remunerado a la tasa de interés interbancaria de equilibrio a 28 días, para impedir sobregiros a causa de los depósitos la autoridad monetaria anuncio que se repondría la liquidez retirada por este medio a través de operaciones de mercado abierto a muy corto plazo. Esta medida fue exitosa para el banco central ya que le permitió reforzar la efectividad del “corto” para implicar incrementos en las tasas de interés a corto plazo.

Con la continua percepción de riesgo en las economías emergentes, en particular con la economía brasileña y su posible impacto sobre la economía mexicana, se presencié aún más un impacto sobre el mercado cambiario. El 10 de septiembre la Comisión de Cambios decretó una venta

discrecional de 278 millones de dólares más los 200 millones de dólares que se subastaron de forma automática con la depreciación del tipo de cambio a un 2 por ciento.

Banco de México adicionó a esta intervención una ampliación del “corto” de -70 a -100 millones de pesos, esta medida se favoreció cuando la situación internacional mejoró, permitiendo revertir la depreciación del tipo de cambio, que provocó estabilizar las expectativas inflacionarias permitiendo una gradual disminución de las tasas de interés.

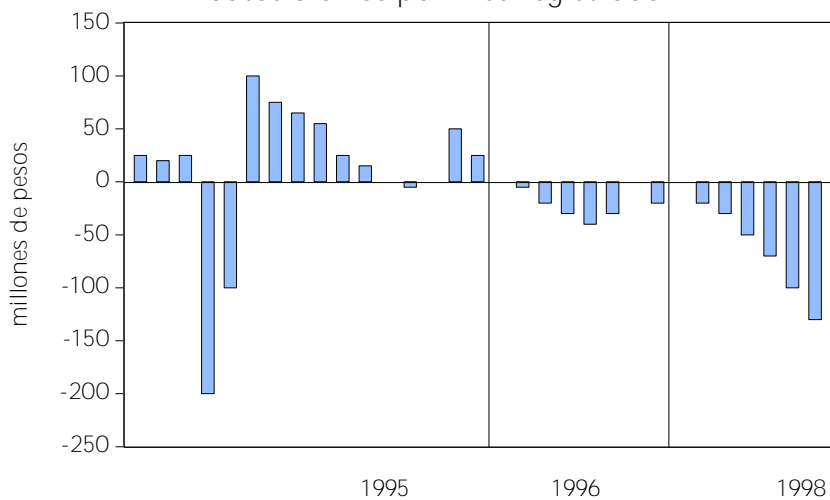
Sin embargo, el 30 de noviembre Banco de México ante el impacto inflacionario de la turbulencia financiera decidió fortalecer la restricción monetaria con una ampliación del “corto” a -130 millones de pesos, pero con esta acción el banco no sólo buscaba frenar las expectativas de inflación y hacer frente al impacto inflacionario, también buscaba la posibilidad de conseguir una meta de inflación de 13 por ciento para el año 1999. Así se mostró que los incrementos temporales en las tasas de interés permitían reducir las expectativas de inflación permitiendo posteriormente una reducción gradual de las tasas de interés.

En la Gráfica 5 se pueden observar los saldos acumulados registrados en el banco central durante el período de 1995-1998. De acuerdo con los datos registrados aun cuando el “corto” tuvo su mayor intervención en el año de 1998, se observa que ya desde 1995 el banco central había aplicado una política monetaria restrictiva durante tres ocasiones el 9 y 13 de noviembre con -200 y -100 millones de pesos respectivamente y el 8 de diciembre con -5 millones de pesos.

La razón por la que se empleó una política monetaria restrictiva en ese año fue porque en esos meses la tasa de inflación acumulada anual se encontraba en sus niveles más altos pasando de 47.17 por ciento en noviembre a 51.97 por ciento en diciembre. Se acusa que dicho incremento se debió a dos factores principales: al incremento del 7 por ciento promedio del tipo de cambio y a los ajustes en los precios y tarifas de bienes y servicios públicos, así como al salario mínimo acordado en el programa económico de 1996.

**Gráfica 5. México: evolución de los saldos acumulados, 1995-1998**

—datos diarios por mes registrado—



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México  
Nota: no se encontraron datos registrados para el año de 1997

De este modo, las acciones monetarias en el año de 1998 consiguieron finalmente estabilizar la inflación derivada del comportamiento del tipo de cambio por los factores externos y la aplicación de los “cortos”. A finales de junio junto con las otras medidas adoptadas permitieron mantener durante el resto del año las tasas de interés aunque creciente en cierto nivel, confirmando así la naturaleza restrictiva de la política monetaria en el segundo semestre de 1998.

Como se pudo observar aun cuando la toma de decisiones en la instrumentación de la política monetaria ante sucesos extraordinarios se dé de manera rápida, las señales al mercado no llegarán con la misma rapidez. De ello se percató la autoridad monetaria cuando no pudo influir con los “cortos” en las tasas de interés a corto plazo, por lo que se dio cuenta que necesitaba utilizar medidas adicionales para conseguir su objetivo, Por eso, como comenzó a desarrollar medidas y a preocuparse por otras variables que pudieran proporcionar información para mantener la estabilidad en el nivel de los precios.

En el siguiente capítulo se observarán otras medidas que comenzó a tomar el banco central sobre su posición de política monetaria y cómo fue cambiando su objetivo operacional sobre la base monetaria a un objetivo en el nivel de inflación.

### **Capítulo III. Hacia el enfoque blancos de inflación, 1999-2000**

### **Capítulo III. Hacia el enfoque blancos de inflación, 1999-2000**

Durante el período de 1994–1998, la posición de la política monetaria se manejó como: una política neutral en el año de 1995 con saldos acumulados igual a cero, una política restrictiva y neutral durante 1996-1997 con saldos acumulados negativos o cero y una política restrictiva durante todo el año de 1998 con saldos acumulados negativos. En el presente capítulo se desarrolla la posición de la política monetaria para el período de 1999 – 2000 y se observa cómo el objetivo operacional estipulado en 1995 sobre la base monetaria trascendió a un enfoque de blancos de inflación.

**A. La trayectoria de la base monetaria y los objetivos de inflación, 1999.** Una vez que la economía mexicana alcanzó la estabilidad macroeconómica y un orden en los mercados financieros, después de la crisis cambiaria y financiera sufrida en el período de 1994-1995, a través del uso de una política monetaria cuantitativa por medio de la aplicación de límites en la expansión del crédito interno neto (CIN). La conducción de la política monetaria se enfocó en la reducción de la inflación desde 1999 cuando el banco central comenzó a anunciar metas multianuales de inflación explícita.

En el último semestre de 1998 e inicios de 1999 los saldos acumulados negativos o “corto” se convirtieron en el principal instrumento de política monetaria utilizado por el Banco de México para limitar el efecto sobre los precios de las presiones inflacionarias. La autoridad monetaria estaba convencida ante los resultados de la aplicación de dicho instrumento que una vez utilizado, el impacto que éste ejercía sobre los precios y las expectativas de inflación, facilitaba posteriormente una disminución en las tasas de interés de tal forma que no alteraba la estabilidad en los mercados financieros nacionales.

Después del uso del “corto” la autoridad monetaria se dio cuenta que no podía inducir en disminuciones permanentes sobre las tasas de interés en una economía abierta y con mercados financieros internacionales y que el uso de una política monetaria laxa con el fin de reducir las tasa de interés, resultaría en un deterioro de las expectativas de inflación y en un incremento de la prima de riesgo para las inversiones en moneda nacional. La experiencia internacional y la propia hicieron que la autoridad monetaria llegara a la conclusión de que la mejor contribución que un

banco central puede hacer para el bienestar económico es combatir la inflación, por lo que considera que la estabilidad de los precios no es en sí un fin, sino un medio para fomentar el desarrollo económico. Ante lo señalado Banco de México se ha enfocado en la búsqueda gradual pero definitiva de la estabilidad de precios.

La estrategia de desinflación adoptada por el Banco de México en enero de 1999 y como una propuesta de la Junta de Gobierno del Banco de México fue una meta a mediano plazo para abatir la inflación, de este modo en septiembre de 1999 el Banco de México convino como objetivo de política monetaria para el año 2000 una tasa de inflación que no excediera el 10 por ciento.

Sin embargo, para obtener tasas de inflación más reducidas el banco central debe estar dispuesto a hacer uso de una política monetaria restrictiva. También se consideró que un objetivo de inflación no sólo dependería de la toma de decisiones por parte del banco central para instrumentar la política monetaria, sino que éste podría estar alterado por otros aspectos, como las finanzas públicas o los choques externos, por lo que se consideró conveniente que los demás elementos de política económica debían estar acorde con la búsqueda de la estabilidad en el nivel de precios. De tal forma que el banco central cumpliera con su mandato legal de procurar que los factores que influyen sobre los precios colaboren con el abatimiento de la inflación.

Así para el programa monetario de 1999, se fijó como objetivo una tasa de inflación anual de 13 por ciento, los elementos principales de dicho programa fueron los siguientes:

- El banco central aún tenía que cumplir con su objetivo operacional de ajustar diariamente la oferta de dinero primario que correspondiera a la demanda de base monetaria, para ofrecerle seguridad a la autoridad monetaria de no crear excesos de base monetaria, de modo que se persiga el objetivo de cero o del “corto” que se encuentre en vigor y también implica que el banco se haga cargo del impacto monetario que podrían causar variaciones en los activos internacionales netos y las operaciones que efectuó la Tesorería de la Federación en su cuenta con el banco central.
- El Banco de México publicó una estimación de la trayectoria diaria de la base monetaria durante el año. Planteó que al final del año la base monetaria aumentaría en 18.1 por

ciento respecto de su saldo al cierre de 1998 con ello el aumento resultaba superior en virtud de que se anticipó una remonetización de 1.5 por ciento en relación con el monto de la base monetaria al cierre de 1998.

A pesar de lo beneficioso que es comparar la evolución de la base monetaria con su trayectoria estimada esta práctica presenta ciertas limitaciones que hacen difícil pronosticarla con exactitud, tales como: *a)* la relación entre la inflación y la base se puede modificar con el tiempo, *b)* los supuestos que pronostican la base monetaria como la evolución del PIB y la tasa de interés pueden no materializarse, *c)* la relación de la base monetaria y sus variables explicativas se puede modificar con el tiempo y *d)* la presencia de eventos extraordinarios alterarían transitoriamente la demanda de base monetaria.

Bajo esta situación fue como el instituto central comenzó a darle seguimiento y mayor importancia a la evolución de ciertas variables que le proporcionarían información sobre la evolución futura de la inflación, estos indicadores son: el tipo de cambio, aquellos factores que incurren en la oferta agregada (tales como la evolución de los salarios contractuales y la productividad) y las distintas mediciones sobre las expectativas de inflación.

- Se incluyeron límites trimestrales a las variaciones del crédito interno neto y el compromiso de no desacumular activos internacionales netos.
- El banco central se reservó la facultad de ajustar la política monetaria en caso de que se presentaran circunstancias que lo ameritaran.

A principios de 1999 aún seguía latente el problema cambiario de Brasil surgido a finales de 1998, ante el riesgo que seguía presentando esta situación a las economías emergentes, en este caso para México, la autoridad monetaria decidió abatir este problema a través del uso de los “cortos” que venía utilizando desde mediados de 1998.



La depreciación de la moneda brasileña (real) el 13 de enero de 1988, y su posterior flotación, tuvo repercusiones sobre la cotización de la moneda mexicana (peso). Es por dicho suceso que el banco central decidió ampliar una vez más el “corto” de -130 a -160 millones de pesos el 13 de enero de 1999. Con esta medida se buscaba mitigar la depreciación del peso, restablecer el orden del mercado cambiario, así como conseguir una inflación del 13 por ciento a finales del año.

Después del anuncio del “corto” se presentó un incremento en las tasas de interés, pero en las semanas posteriores, la incertidumbre en los mercados internacionales y nacionales se redujo, lo que propició una apreciación del tipo de cambio y una reducción paulatina de las tasas de interés.

Con la finalidad del banco central de influir sobre las tasas de interés de corto plazo, en febrero de 1999, la Junta de Gobierno decidió hacer otra vez uso del mecanismo de depósitos obligatorios, en el cual se les requirió a las instituciones de crédito que a partir del 15 de febrero del mismo año depositaran en el banco central a un plazo indefinido 5,000 millones de pesos por día hábil hasta alcanzar un monto de 25,000 millones de pesos, los depósitos devengarían como interés la TIIE a 28 días y su distribución entre la banca se hizo con base en el saldo de sus pasivos totales al cierre de 1998.

La liquidez retirada por esta vía sería devuelta al sistema a través de operaciones de mercado abierto de muy corto plazo. La importancia de la aplicación de este mecanismo es que permite al banco central un mejor control sobre el otorgamiento de crédito interbancario y esto permite que el objetivo de saldos acumulados como instrumento de política monetaria sea más efectivo.

En junio de 1999 la trayectoria de la base monetaria se incrementó gradualmente más que su pronóstico, este suceso no se debió a un exceso de emisión de oferta de dinero primario, porque durante todo el año de 1999 el banco central continuó operando bajo un esquema de saldos acumulados negativos, por lo que, el instituto central no inyectó liquidez de la estrictamente necesaria para satisfacer la demanda de billetes y monedas. El aumento se atribuyó a las siguientes causas:

- El crecimiento económico, el empleo y los salarios reales resultaron superiores a los previstos al momento de elaborar el pronóstico de la demanda de base monetaria.
- Las tasas de interés fueron menores que las anticipadas.
- La promoción por parte del banco central del uso de billetes de 500 pesos provocó una mayor demanda por parte del público.
- El uso de dinero en efectivo como medio de pago que el uso de cuentas de cheques.
- Los gastos en las campañas políticas hicieron que los depósitos bancarios se transformaran en billetes y monedas.
- El aumento de demanda de billetes y monedas por la incertidumbre sobre el grado de preparación de los bancos para enfrentar el problema computacional del fin de milenio.
- La subestimación por parte de la autoridad monetaria del proceso de remonetización<sup>9</sup> en la economía mexicana por la reducción de la inflación. La remonetización que experimentó la economía a finales de 1996 había estado asociado a un proceso de desinflación, pero este proceso se interrumpió en el segundo semestre de 1998 a causa de los choques externos que sufrió la economía, pero se volvió a hacer presente una vez que la inflación retomó su tendencia decreciente continuando así hasta 1999.

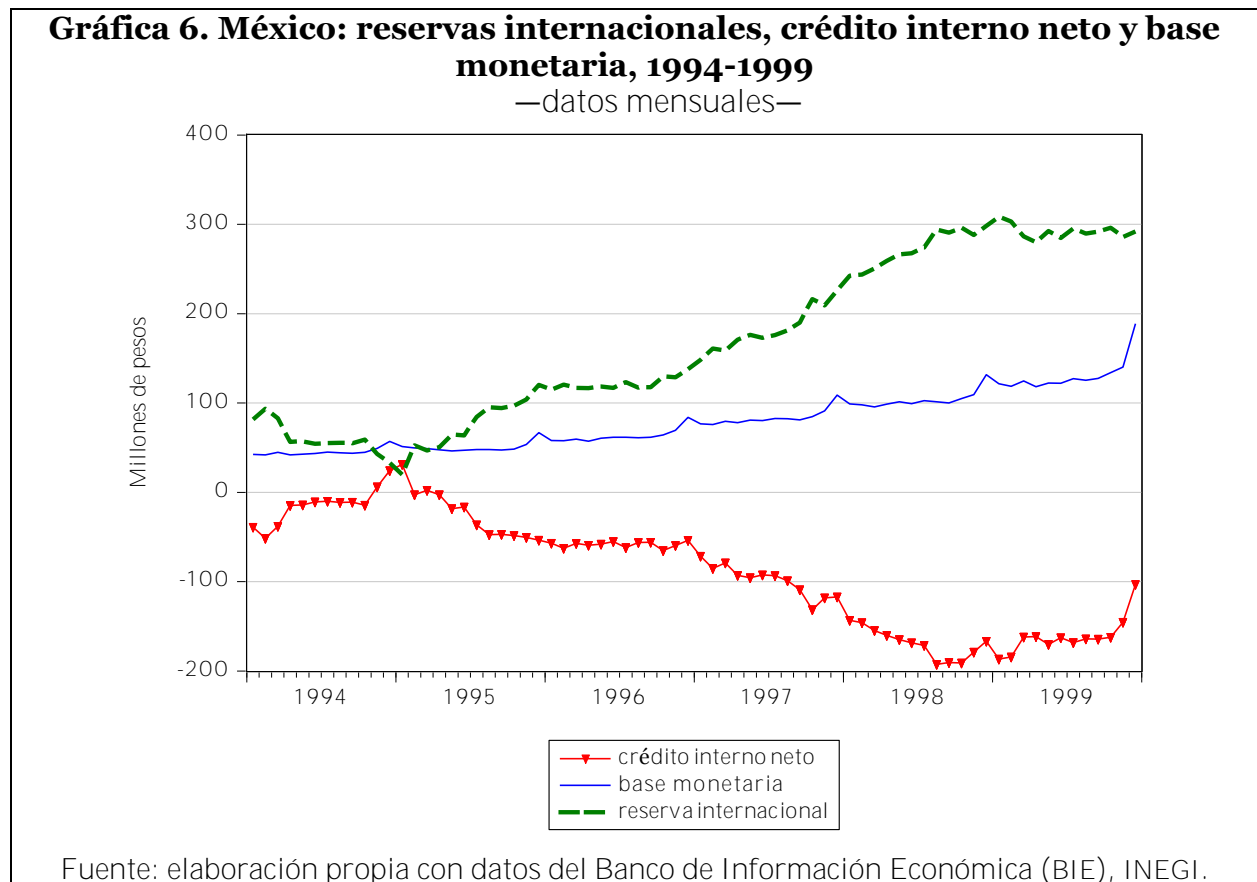
Aun cuando ya se estaba comenzando a hablar sobre un objetivo de inflación durante el año de 1999 aún se continuaba considerando la medida discrecional sobre el límite al crédito interno neto, en donde se divulgó al cierre de 1999 que se había respetado el límite del crédito interno neto acordado en el programa monetario con un aumento en flujo efectivo acumulado de 20, 182.2 millones de pesos. El saldo de los activos internacionales netos al cierre de 1999 había aumentado a 3,900 millones de dólares, este saldo fue superior a la meta del programa monetario de ése año en el cual se planteó no desacumular los activos internacionales.

En la Gráfica 6 se puede observar la evolución de la base monetaria, las reservas internacionales y el crédito interno neto para el período de 1994–1999, como se puede observar durante el período de estudio las reservas internacionales y la base monetaria, después de la crisis de 1994,

---

<sup>9</sup> El proceso de remonetización se refiere a un crecimiento de los billetes y monedas en circulación superior al crecimiento del PIB nominal.

mostraron una tendencia creciente hasta finales de 1999. Por otro lado, el crédito interno neto mostro una tendencia decreciente desde la crisis del 94 hasta mediados de 1999 y para finales de dicho año empezó a mostrar un incremento alcanzando un nivel positivo de 20, 182 millones de pesos, pero por debajo del límite de 23, 780 acordado en el programa monetario. Por lo tanto se puede observar que durante 1999 aún se contemplaba una política monetaria bajo objetivos monetarios cuantitativos.



**B. Hacia una política monetaria de carácter cualitativo, 2000.** En el Programa de Política Monetaria durante el año 2000 el Banco de México se puso como objetivo mantener una inflación que no excediera del 10 por ciento con el objetivo de alcanzar en el 2003 una inflación similar a las economías de los principales socios comerciales de México.

El Programa de Política Monetaria para el año 2000 se fundamentó en tres elementos principales:

- a) Una regla operacional, la cual consistió en mantener una cierta cantidad de liquidez en el mercado de dinero de tal forma que no se crearan excesos ni faltantes de oferta de base monetaria. Así la oferta de dinero primario correspondería con su demanda. Por lo tanto, dicha regla significaba mantener una política neutral con saldos acumulados igual a cero y que el banco central tenía que esterilizar el impacto monetario de variaciones en las reservas internacionales y de las operaciones que la Tesorería de la Federación tenga en su cuenta con la autoridad monetaria.
- b) La facultad de modificar la política monetaria frente a cualquier evento que pusiera en riesgo el objetivo de inflación. El banco central podría ajustar discrecionalmente la postura de la política monetaria de forma restrictiva cuando se presentaran circunstancias como las siguientes: *i)* cuando se presenten presiones inflacionarias que no sean congruentes con los objetivos de inflación, *ii)* cuando factores externos afecten en nivel de los precios, de modo que el ajuste sólo afecte moderadamente el INPC, elevando su nivel pero sin incurrir en un deterioro de las expectativas de inflación, *iii)* cuando sea necesario restaurar el orden en los mercados de dinero y cambiario y *iv)* cuando las expectativas de inflación se desvíen del objetivo de inflación.
- c) Fortalecer la comunicación con el público mediante la divulgación clara y oportuna los resultados de sus acciones de política monetaria.
- d) Publicación de la trayectoria diaria de la demanda de base monetaria pronosticada.
- e) Fijación de límites trimestrales a la variación del crédito interno neto (CIN), que se determinaron tomando en consideración el pronóstico de la demanda de base monetaria y el objetivo de no desacumular las reservas internacionales durante el año.

De acuerdo con los elementos anteriores, durante el año 2000 la postura de la política monetaria por parte del banco central se continuó sustentando bajo un esquema de saldos acumulados negativos o “corto” ya que se seguía considerando como un instrumento que permitía influir en

un incremento temporal sobre las tasas de interés de corto plazo cuya posición ocasionaría después una disminución de las expectativas de inflación y las presiones inflacionarias.

Como durante las primeras semanas del año 2000 se presentaron situaciones que se traducían en presiones inflacionarias que no eran compatibles con la meta inflacionaria del 10 por ciento la autoridad monetaria decidió ampliar el “corto” de -160 millones de pesos a -180 millones de pesos el 18 de enero del 2000.

Las razones por las cuales se decidió aplicar una política restrictiva fueron: *a)* la falta de presencia de los factores que permitieron el descenso de la inflación en 1999 tales como la apreciación del tipo de cambio y la disminución de los precios de algunos productos agropecuarios, *b)* la presencia de expectativas de inflación superiores a el objetivo oficial y *c)* el incremento de algunos precios a inicios de enero que no era congruente con la meta de inflación.

Después de la aplicación del “corto” las tasas de interés reaccionaron con un pequeño incremento, pero en la semana siguiente el incremento fue mayor. Sin embargo, posteriormente las tasas de interés se fueron reduciendo gradualmente hasta tener niveles inferiores a las que se habían presenciado antes del anuncio del “corto”, porque las expectativas de inflación disminuyeron considerablemente. Otro aspecto que contribuyó a dicha disminución fue la percepción de un menor riesgo país.

Para el 16 de mayo del 2001 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió ampliar el “corto” a -200 millones de pesos, esto con la finalidad de reforzar la política monetaria, las razones que motivaron esta decisión fueron:

- Las expectativas de inflación para el 2001 no eran congruentes con la meta de inflación estipulada.
- La vigorosa expansión de la demanda agregada.
- El aumento de los precios de algunos productos agropecuarios.
- El incremento de las tasas de interés internacionales como respuesta a las presiones inflacionarias a raíz del crecimiento económico de países desarrollados y los mayores precios de los energéticos.

La adopción de dicha medida permitió una mejora en las expectativas de inflación para el resto del año del 2000, pero como el resultado de la inflación en los primeros 15 días de junio resultó mayor al esperado, los agentes económicos nuevamente incrementaron sus expectativas sobre la inflación, lo que propició que el 26 de junio la Junta de Gobierno nuevamente ampliara el “corto” pasando de -200 millones de pesos a -230 millones de pesos, de esta forma se volvió a recuperar las expectativas sobre la inflación de mediano y corto plazo hacia una tendencia decreciente.

En el tercer trimestre del año la demanda agregada continuaba mostrando un crecimiento mayor que el del producto, lo que motivo a la Junta de Gobierno a aumentar nuevamente el “corto” pasando de -200 millones de pesos a -280 millones de pesos para el 31 de julio del 2000 con la adopción de ésta medida se presentó una reducción de las expectativas de inflación para los próximos doce meses, pero se mostró un incremento temporal en las tasas de interés, pero cuando las expectativas disminuyeron las tasas de interés presentaron una pequeña tendencia decreciente.

Finalmente en el último trimestre del 2000, la Junta del Gobierno de Banco de México decidió aumentar dos veces más el “corto”. Así el 17 de octubre del 2000 el “corto” paso de -280 millones de pesos a -300 millones de pesos. La última ampliación del “corto” se dio el 10 de noviembre del 2000, pasando de -300 millones de pesos a -350 millones de pesos. Estas medidas se consideraron adecuadas para alcanzar una tasa de inflación objetivo de 6.5 por ciento para el año 2001.

En el año 2000 la autoridad monetaria se percató que a medida que la inflación disminuía, la relación de corto plazo entre el crecimiento de los agregados monetarios y el nivel de los precios se volvía más incierta.

Por lo cual, se consideró que la base monetaria no era un indicador adecuado para detectar las presiones inflacionarias. Sin embargo, durante el año 2000 se continuó publicando el pronóstico de la trayectoria anual de la base monetaria. Es por lo anterior que el banco central comenzó a reconsiderar la variable que le permitiera obtener mayor información para identificar presiones inflacionarias, tal como se pudo observar su postura de política monetaria durante el año 2000 estuvo determinada en base al comportamiento de las expectativas de inflación de los agentes

económicos y sobre aquellos elementos que reflejaran presiones inflacionarias en el mediano plazo.

Por lo tanto, las decisiones de política monetaria restrictiva fueron un reflejo de la autoridad monetaria por su preocupación sobre las elevadas expectativas de inflación que se tenían para el año 2001, a causa de la vigorosa expansión de la demanda agregada y los factores externos.

Por lo tanto, las medidas adoptadas por el Banco de México para influir en las tasas de interés y en las expectativas de inflación buscaban cumplir con una meta de inflación parecida a la de sus socios comerciales, de modo que la autoridad monetaria quería adoptar una política monetaria de carácter cualitativo, es decir, las decisiones sobre política monetaria estarían determinadas por el nivel de los precios.

Así es como la política monetaria se modificó hacia un enfoque de blancos de inflación, el cual se regiría sobre la transparencia de las decisiones de la autoridad monetaria sobre la posición de la política monetaria, es decir, el banco central daría a conocer al público las bases sobre las cuales se fincaba su análisis sobre las presiones inflacionarias y sobre las condiciones monetarias, así como la publicación de objetivos de inflación de corto y mediano plazos.

## Conclusiones

En el presente ensayo se concluye que durante el período de estudio se puso a prueba la conducción de la política monetaria del Banco de México para cumplir con lo establecido en el artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos en lo tocante a procurar la estabilidad del nivel de precios.

Ante la adopción de un tipo de cambio flotante y con la pérdida de credibilidad sufrida como consecuencia de la crisis cambiaria de 1994-1995, la autoridad monetaria tuvo que encontrar un ancla que le permitiera demostrar que podría cumplir con el mandato impuesto. Es así como encontró una solución por medio del uso de una política monetaria cuantitativa a través del uso de límites a la expansión del crédito interno neto (CIN), mismos que al hacerlos de conocimiento público le permitieron recuperar la credibilidad por parte de los agentes económicos. Por otro lado, también utilizó el esquema de saldos acumulados para enviar señales al mercado sobre su postura de política monetaria.

Durante el año de 1996 la principal preocupación del banco central fue abatir el alto nivel inflacionario registrado en 1995 (ver Cuadro 4) para conseguirlo comenzó estableciendo objetivos con respecto al crecimiento de la base monetaria y límites trimestrales para las variaciones de su crédito interno neto. También hizo uso de los saldos acumulados para tratar de influir en las tasas de interés como en el tipo de cambio a fin de evitar posibles presiones inflacionarias.

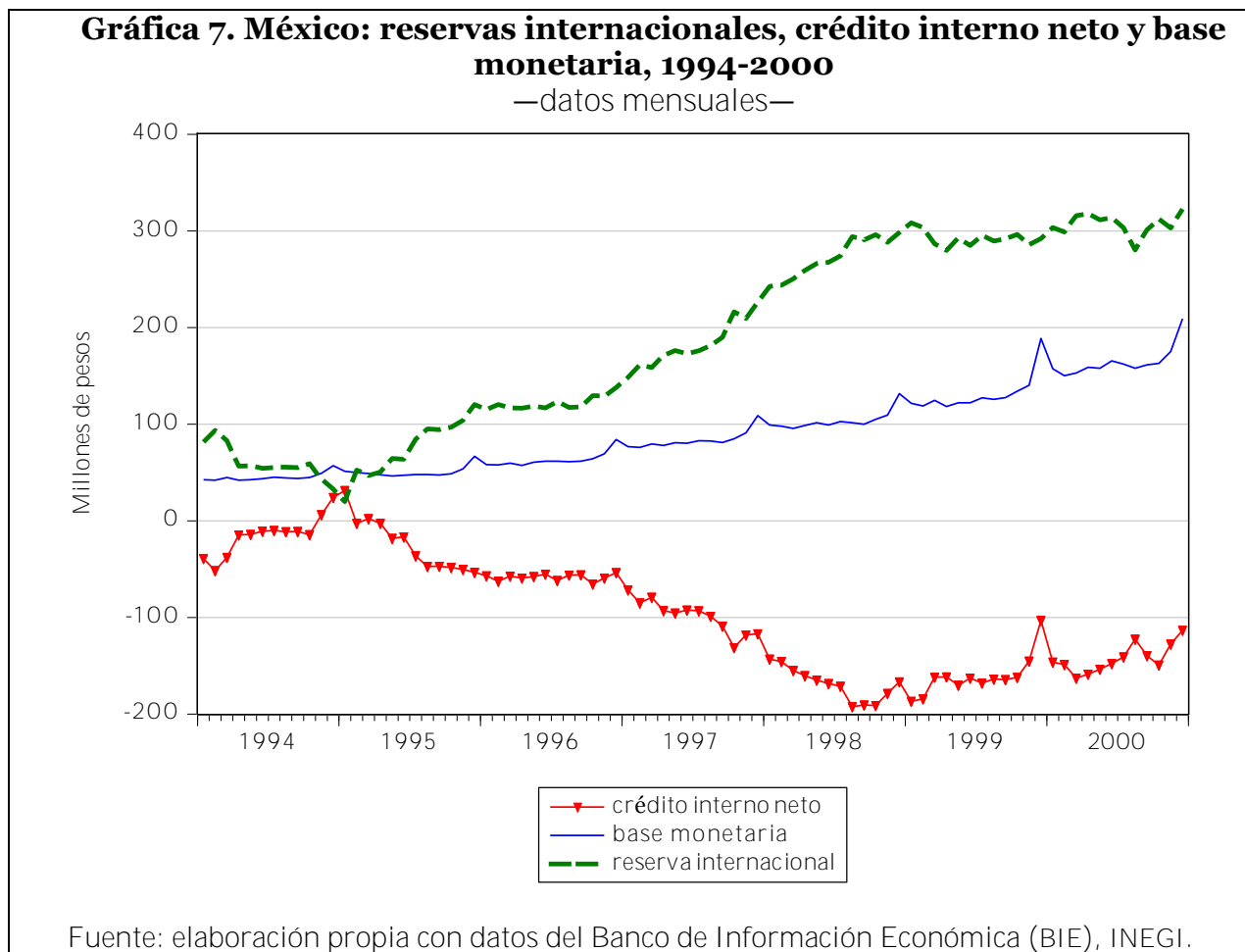
El año de 1997 fue importante para la economía mexicana porque en él se desarrolló la política de acumulación de reservas, que le permitió al banco central obtener mayor información sobre qué tipo de medidas de política monetaria podría tomar. Lo que descubrió gracias a la política de acumulación de reservas fue que el anuncio de una política monetaria restrictiva enviaba una señal que se traducía hacia los mercados como un aumento en las tasas de interés.

En 1998 fue cuando el banco central decidió utilizar los saldos acumulados negativos o “cortos” para provocar un aumento en las tasas de interés. Sin embargo, este método no tuvo efecto sobre ellas porque a causa de la política de acumulación de reservas existía una enorme cantidad de



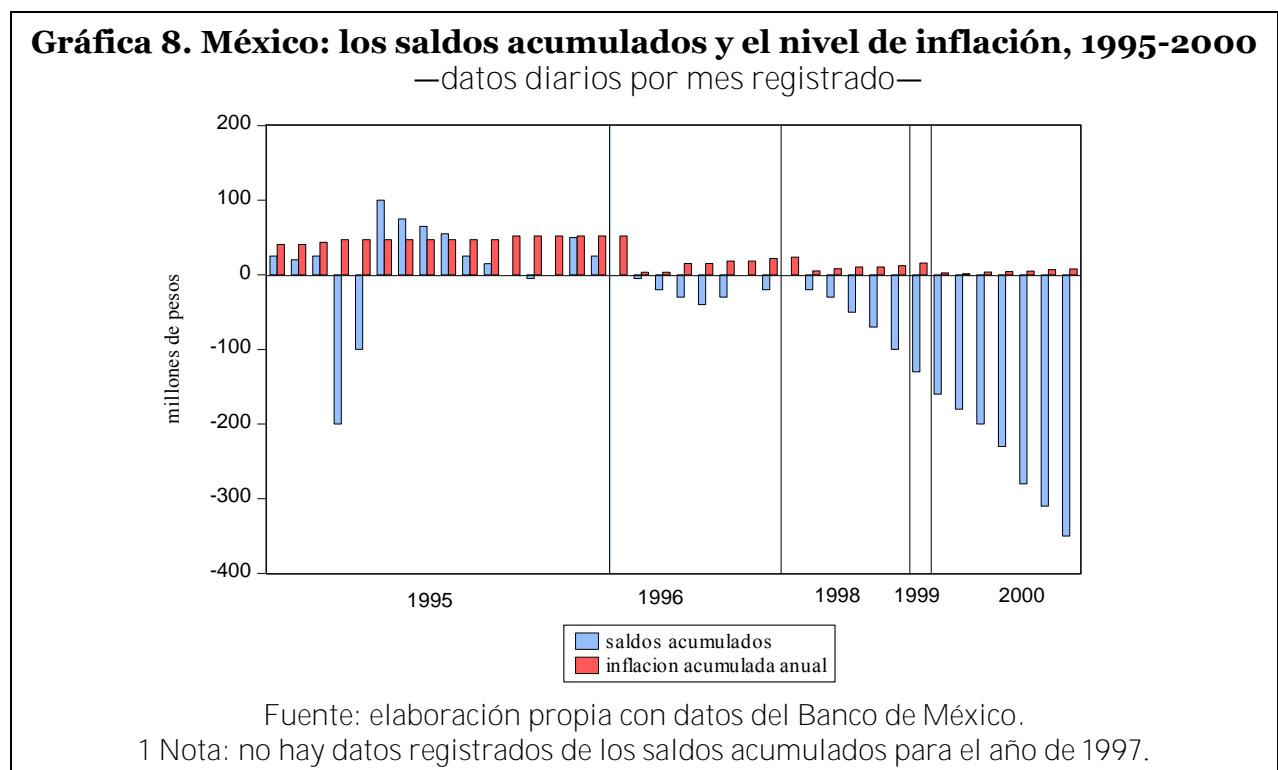
activos internacionales en manos de la banca, por lo que ella tenía el poder para influenciar sobre las tasas de interés.

Durante estos dos últimos años el banco central seguía conduciendo una política monetaria bajo su objetivo operacional ajustando diariamente la oferta de dinero primario con la demanda de base monetaria (ver Gráfica 7) y utilizando los saldos acumulados como el principal instrumento para limitar las presiones inflacionarias porque se dio cuenta que su uso posteriormente permitiría la disminución de las tasas de interés. Sin embargo, su uso continuo afectaría las expectativas inflacionarias e incrementaría el riesgo para las inversiones en moneda nacional.



Todas estas experiencias llevaron al banco central a decidir que lo mejor que podía hacer para conseguir el bienestar económico era combatir la inflación. Es así como en año 1999 el banco central comenzó a proponer blancos de inflación aunque seguía considerando al crédito interno neto como una medida discrecional de la política monetaria.

Finalmente, en el año 2000 la autoridad monetaria argumentó que a medida que la inflación disminuía la relación entre el crecimiento de los agregados monetarios con el nivel de precios se volvía más incierta y consideró que la base monetaria ya no era un indicador confiable para detectar presiones inflacionarias. Por lo que, observó que la herramienta que le permitiría seguir obteniendo tasas de inflación más reducidas sería la aplicación de una política monetaria restrictiva con el uso de saldos acumulados negativos (ver Gráfica 8).



Es así como el banco central comenzó a darle mayor importancia a el impacto que provocaban las tasas de interés al nivel de precios y se fue cambiando paulatinamente hacia la instrumentación de una política monetaria basada a las tasas de interés, trascendiendo así hacia un enfoque de blancos de inflación el cual se regiría sobre la transparencia con la publicación de blancos de inflación de corto y mediano plazo.

En el Cuadro 3 se pueden observar los objetivos de inflación ( $\pi_T$ ) y la inflación observada ( $\pi_O$ ) anuales para el periodo de estudio de 1995-2000. Como se puede ver la autoridad monetaria consiguió a través de la instrumentación de la política monetaria disminuir el alto nivel inflacionario presentado después de la crisis cambiaria de 1994. Por otro lado, también se ve que los objetivos de inflación de los últimos dos años fueron superiores a la inflación observada fue precisamente durante estos años cuando la conducción de la política monetaria se fue orientando a alcanzar blancos de inflación.

**Cuadro 4. México: inflación observada y blanco inflacionario, 1995-2000**

año	$\pi_T$	$\pi_O$	desviación
1995	42.00	51.97	-9.97
1996	20.50	27.70	-7.20
1997	15.00	15.72	-0.72
1998	12.00	18.61	-6.61
1999	13.00	12.32	0.68
2000	10.00	8.96	1.04

Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Este estudio sólo abarcó hasta el año 2000 porque fue la transición de una instrumentación de política monetaria basada en cantidades (CIN) a una instrumentación de política monetaria basada en precios (tasas de interés). Sin embargo, este trabajo no está reñido a la exploración de líneas

adicionales de investigaciones, sería interesante conocer qué sucedió en años posteriores con el crédito interno neto y qué impacto tiene sobre las decisiones de política monetaria actualmente.

También sería interesante conocer qué otros países emergentes han conducido o conducen su política monetaria bajo agregados monetarios y si su aplicación les ha ayudado a conseguir la estabilidad en el nivel de precios. Por otro lado, podría realizarse un comparativo entre los países que instrumentan su política monetaria a través de los precios y las que los instrumentan a través de cantidades para conocer qué tipo de instrumentación de política monetaria es la más adecuada y de qué depende que sea así.

## Referencias

Banco de México (1995)/ *Exposición sobre política monetaria para el lapso del 1° de enero de 1995 al 31 de enero de 1995*, México.

Banco de México (1996)/ *Informe Anual 1995*, México.

Banco de México (1997)/ *Informe Anual 1996*, México.

Banco de México (1998)/ *Informe Anual 1997*, México.

Banco de México (1999)/ *Informe Anual 1998*, México.

Banco de México (2000a)/ *Informe Anual 1999*, México.

Banco de México (2000b)/ *Informe sobre la inflación enero – marzo 2000*. México.

Banco de México (2000c)/ *Informe sobre la inflación abril – junio 2000*, México.

Banco de México (2000d)/ *Informe sobre la inflación julio – septiembre 2000*, México.

Banco de México (2001a)/ *Informe sobre la inflación octubre – diciembre 2000 y Programa Monetario para 2001*, México.

Banco de México (2001b)/ *Informe Anual 2000*, México.

Carstens, Agustín and Alejandro Werner (1999)/ “Mexico’s monetary policy framework under a floating exchange rate regime”, *Documento de investigación* núm. 9905, Banco de México.

Castellanos, Sara (2000)/ “El efecto del «corto» sobre la estructura de las tasas de interés”. *Documento de investigación* núm. 2000-1, Banco de México.

Díaz de León Alejandro y Laura Greenham (2000)/ “Política monetaria y tasas de interés: experiencia reciente para el caso de México”. *Documento de investigación* núm. 2000-08, Banco de México.

Martínez Lorenza, Oscar Sánchez, y Alejandro Wener (2001)/ “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, *Documento de investigación* núm. 2001-02, Banco de México.

Mateos, Calixto y Moisés Schwartz (1997)/ “Metas de inflación instrumento de política monetaria”, *Documento de investigación* núm. 9702, Banco de México.

Ramos-Francia, Manuel y Alberto Torres (2005)/ “Reducción de la inflación a través de un esquema de objetivos de inflación: la experiencia mexicana”, *Documento de investigación* núm. 2005-01, Banco de México.

Schwartz, Moisés (1998)/ “Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria”, *Documento de investigación* núm. 9804, Banco de México.

Schwartz, Moisés y Sybel Galván (1999)/ “Teoría económica y credibilidad de la política monetaria”, *Documento de investigación* núm. 9901, Banco de México.

Schwartz, Moisés y Alberto Torres (2000)/ “Expectativas de inflación, riesgo país y política monetaria en México”. *Documento de investigación* núm. 2000-06, Banco de México.

Torres, Alberto (2002)/ “Un análisis de las tasas de interés en México a través de la metodología de reglas monetarias”. *Documento de investigación* núm. 2001-02, Banco de México.

Werner, Alejandro (1997)/ “El efecto sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de las intervenciones en el mercado cambiario y el proceso de esterilización”. *Documento de investigación* núm. 9706, Banco de México.