

12
19/



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO 1990-1995:
UN ESTUDIO SOBRE LA ACTUACIÓN DEL
BANCO CENTRAL

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A
ABRAHAM APARICIO CABRERA



DIRECTOR DE TESIS: LIC. ELBA BAÑUELOS BARCENA

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CIUDAD UNIVERSITARIA, D. F. MARZO DE 1997



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

INDICE

Dedicatoria.....	I
Agradecimientos.....	II
Presentación.....	VI

CAPITULO 0: HIPÓTESIS Y MARCO TEÓRICO DE LA INVESTIGACIÓN

0.1 Hipótesis de Investigación.....	IX
0.2 Marco Teórico.....	IX

PRIMERA PARTE:

ASPECTOS TEÓRICOS DEL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA.

CAPÍTULO I: EL BANCO CENTRAL

1.1 Definición.....	1
1.2 Surgimiento del Banco Central.....	3
1.3 Funciones del Banco Central.....	6
1.4 Constitución y Administración de los Bancos Centrales.....	9

CAPÍTULO II: POLÍTICA MONETARIA Y POLÍTICA ECONÓMICA

II.1 La Política Económica.....	14.
II.2 La Política Monetaria.....	18

II.2.1 Variables Intermedias de Política Monetaria.....	19
Oferta Monetaria.....	19
Tasa de Interés.....	21
Reservas Bancarias.....	24
Composición Interna del Crédito.....	25
Tipo de Cambio.....	27
II.2.2 Variables Instrumentales de la Política Monetaria.....	28
II.2.2.1 Variables Instrumentales Ortodoxas.....	29
Operaciones de Mercado Abierto.....	29
Manipulación de la Tasa de Reserva o Encaje Legal.....	29
Manipulación de la Tasa de Redescuento.....	30
II.2.2.2 Variables Instrumentales No Ortodoxas.....	30
Manipulación Directa de la Tasa de Interés.....	31
Control Selectivo del Crédito.....	31
Formas de Financiamiento del Déficit Público.....	32
Política Cambiaria.....	33
Control de Cambios.....	33
II.2.3 Variables Instrumentales de Apoyo de la Política Monetaria.....	35
II.3 El Modelo de la Curva de Phillips y la Aplicación de la Política Monetaria.....	36

SEGUNDA PARTE:

EL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO

CAPÍTULO III: EL BANCO CENTRAL EN MÉXICO.

III.1	Definición	44
III.2	Surgimiento del Banco de México.....	45
III.3	Administración, Organización y Gobierno del Banco de México.....	48
III.4	Autonomía y Relación con el Gobierno Federal del Banco de México.....	50
III.5	Disposiciones Legales en la Aplicación de la Política Monetaria del Banco de México.....	51

CAPÍTULO IV: LA POLITICA MONETARIA EN MEXICO

1990-1995

IV.1	Política Monetaria en 1990.....	57
IV.2	Política Monetaria en 1991.....	67
IV.3	Política Monetaria en 1992.....	81
IV.4	Política Monetaria en 1993.....	100
IV.5	Política Monetaria en 1994.....	118
IV.6	Política Monetaria en 1995.....	127

**CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS DE POLÍTICA
MONETARIA.....143**

Bibliografía.....155

Anexo Estadístico

DEDICATORIA

a mis padres:

Aurea Cabrera López
y
Guillermo Aparicio Aguado

*....por que gracias a su cariño, esfuerzo y apoyo
he podido llegar hasta aquí*

de su hijo:

Abraham Aparicio Cabrera

AGRADECIMIENTOS

Es mi deseo aprovechar estas páginas para dar gracias no sólo a los que han colaborado en la realización de esta tesis, o que me han ayudado a terminar la licenciatura, sino a todos aquellos que me brindaron su apoyo a largo de toda mi vida estudiantil, y que gracias a ellos he podido llegar hasta aquí.

A Dios y a la vida por la oportunidad que tuve de realizar una carrera universitaria. Como sabemos, no todo el mundo tiene la oportunidad, por diversas razones, de realizar estudios a nivel superior. Lo anterior, no sólo es un privilegio, sino también una responsabilidad muy grande para con la sociedad en la que nos desenvolvemos, ya que se espera de los universitarios graduados, y en especial de los economistas, aportaciones que contribuyan al mejoramiento y al bienestar de la sociedad misma.

A mis padres: Guillermo Aparicio y Aurea Cabrera, quienes nunca dudaron en realizar los más grandes esfuerzos y sacrificios para que sus hijos pudieran concluir satisfactoriamente sus estudios, y de esta manera, darles lo que ellos no pudieron tener en su juventud, no por falta de talento ni mucho menos, sino por las dificultades propias de una vida de privaciones. Nunca darse por vencido y luchar hasta el fin por lograr una meta, sin importar los obstáculos que haya que vencer, es la mejor lección que recibo a diario de ellos, y sin duda, ese ejemplo me ayudó a superar muchos momentos difíciles durante mis estudios. Hoy, al concluir esta tesis y con ella mi carrera de licenciado en economía, quiero rendir tributo a su esfuerzo sin par y decirles que pueden estar satisfechos por que sus sacrificios no fueron en vano, y que haré todo lo posible para que en un futuro, se sientan orgullosos por el desempeño a nivel profesional de su hijo. Asimismo, quiero agradecer a mis hermanos Alma, David, Daniel, María Luisa y Gullermina, por su apoyo no sólo durante mis estudios universitarios, sino a lo largo de toda la vida.

A México, mi país, que pese a sus múltiples deficiencias y dificultades me dió la oportunidad de estudiar mi licenciatura en su prestigiada Universidad

Nacional. Tengo una deuda muy grande contigo, mi país, con tu gente, ya que con sus contribuciones fiscales, ayudaron a financiar mis estudios. Por lo anterior, quiero poner mis conocimientos a tu disposición para colaborar con toda voluntad y esfuerzo para tu grandeza y bienestar, en retribución a lo mucho que he recibido de ti.

A la Universidad Nacional Autónoma de México, que me recibió como uno de sus estudiantes durante tres años de Bachillerato en la Escuela Nacional Preparatoria Plantel Número 6 "Antonio Caso", y cinco de licenciatura en su Facultad de Economía.

A las autoridades y demás funcionarios de la Facultad de Economía, que con responsabilidad y calidez humana atendieron las preocupaciones académicas de nuestra comunidad estudiantil, siempre en la búsqueda de darnos la mejor formación en todos aspectos, esfuerzos que culminaron en un Nuevo Plan de Estudios, cursos de inglés y de computación, así como en una nueva biblioteca, y de todo lo cual fui un beneficiado directo.

Fue en las aulas de la Facultad de Economía donde recibí mi formación como economista comprometido con el bienestar social y el progreso de nuestro país, obtenido a través de la libertad de cada individuo para que éste elija lo que considere mejor en su propio beneficio, y de una participación estatal de calidad para asegurar proyectos de beneficio común y social, dirigida principalmente, a las personas que, por ciertas circunstancias, están en desventaja para competir en la búsqueda de su bienestar y el de los suyos.

A todos los profesores con quienes tomé clase y que además tuvieron la paciencia necesaria y la disposición para solucionar mis muchas dudas, y de quienes siempre aprendí algo, cuando no economía, y muchos de los cuales además de maestros, fueron y son amigos entrañables.

A la Lic. Elba Bañuelos Bárcena quien es la directora de esta tesis, y que me ha dado muchas lecciones, no sólo de teoría económica, ya que de ella

aprendí que ante todo, el economista es un ser humano como cualquier otro, por lo tanto, lo que hace la diferencia entre un buen y un mal economista, no es el nivel de conocimiento de teoría económica que se tenga, sino en la calidad humana del mismo.

Al Lic. Miguel Angel Jimenez Vazquez y a la Maestra en Ciencias Sociales Aleida Guerrero Mondragón, por permitirme colaborar con ellos como profesor adjunto, experiencia que me ha sido muy útil para desenvolverme con menos timidez ante el público. Al Mtro. Anibal Gutierrez Lara, quien me distinguió con la confianza para que colaborara con él en la Secretaria del Trabajo y Previsión Social, a lado de varios colegas suyos, donde pude realizar mis Prácticas Profesionales.

También quiero aprovechar la ocasión para agradecer a mis compañeros de clases, con quienes compartí cinco años de tareas, de trabajos, de desveladas de exámenes, y que conocí con los mismos sueños y aspiraciones que yo cuando recién entramos a la carrera. A todos ellos les deseo que dichas aspiraciones se hagan realidad. También vaya mi agradecimiento a mis amigos, que gracias a Dios puedo contar a muchos, los cuales siempre estuvieron dispuestos a compartir conmigo tanto los momentos difíciles como los de triunfo y éxito, con la misma sinceridad y apoyo.

También quiero darle las gracias a mi novia, la arquitecta Yazmín Alicia Hernández Torre, quien fue un motivo más, desde la preparatoria, para superarme como individuo y, desde luego, para realizar lo mejor posible la licenciatura y esta tesis, y con quien espero recoger durante toda la vida, los frutos del estudio y la preparación.

Por último, quiero agradecer a las siguientes instituciones:

A la Universidad Nacional Autónoma de México, quien me otorgó una beca de su "Programa de Becas para Tesis de Licenciatura" con la cual se financiaron los gastos de la investigación de esta tesis durante un año.

A la Asociación de Exalumnos de la Facultad de Economía, por honrarme con la inmerecida distinción de una beca económica, otorgada en enero de 1993, que al tiempo de ayudarme a costear mis estudios fue un valioso estímulo para mi desempeño académico. Del mismo modo, quiero expresar mi más sincero agradecimiento a nuestro muy querido Mtro. Horacio Flores de la Peña, quien financió directamente con sus generosas aportaciones la mencionada beca que recibí.

A Fundación U.N.A.M., Institución para la cual tuve el honor y el gusto de realizar una investigación, becado en su programa de "Iniciación Temprana a la Investigación y a la Docencia" durante el verano y otoño de 1994, a lado de varios compañeros de la carrera, todos bajo la dirección de la Lic. Elba Bañuelos.

A todos los que me brindaron su apoyo, amistad, experiencia y conocimiento a lo largo de la carrera y para la realización de esta tesis...

muchas gracias. A. A. C.

HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

El tema de esta tesis es la política monetaria. La política monetaria es parte de la política económica general. Se llama monetaria, por que se preocupa de dotar a la economía de la cantidad de dinero necesaria para su sano desarrollo.

En México, la política monetaria que se ha seguido en nuestro país ha tenido por finalidad controlar las variables objetivo de la economía, es decir, los precios, el empleo, el sector externo y el producto, mediante política de estabilización que se refleja en una restricción monetaria. ¿Qué tan sano es esto para el sistema económico en su conjunto? ¿Ha sido esto una decisión tomada por el banco central sin presión de otras autoridades? Para contestar estas preguntas he elaborado esta tesis.

La experiencia mexicana muestra que, a lo largo de las últimas dos décadas, una política monetaria laxa se refleja invariablemente sobre el nivel de precios, con las consecuencias ya sabidas de inflación y desajustes en el sistema de precios relativos, que impiden una asignación eficiente de los recursos entre los agentes y su actividad. También, ha sido notorio que cuando se implementa una política monetaria dura o recesiva, las consecuencias sobre el crecimiento de la producción y el empleo no se hacen esperar, ya que el encarecimiento del dinero origina presiones desfavorables sobre la inversión, el crédito y el consumo.

Lo anterior, no son más que dos extremos de un problema que en sus puntos intermedios tiene infinitas variantes. Hay quien sugiere una especie de política monetaria "eclectica" que tome lo mejor, o lo menos peor según el caso, de una política laxa y una dura. Hay quienes, por el contrario, proponen que la política monetaria se ajuste según el ciclo que la economía esté viviendo en esos momentos, es decir, que si hay tendencias a la recesión debemos dejar que el dinero de alto poder vierta sus influjos positivos sobre la economía, y por otro lado, si la economía está sobrecalentada y con presiones inflacionarias, ajustar la cantidad de dinero de modo que los tipos de interés sean un freno para la expansión.

En mi opinión, es necesario ir más allá de estos dos puntos de vistas hasta cierto punto "cómodos" a nivel teórico, pero muy difíciles llevar a cabo por la autoridad monetaria en la vida real. Es preciso diseñar políticas que nos orienten hacia objetivos de largo

plazo, de nada vale hacer políticas coyunturales que sólo sirvan para "salir de paso de un problema" o para "vivir al día", tal como se ha hecho y se hace actualmente en nuestro país.

Por lo anterior, la hipótesis que pretendo comprobar en esta tesis gira entorno a tres aspectos relevantes de la política monetaria. En primer lugar, señalaré que el objetivo de la política monetaria llevada en México durante los primeros cinco años de la década de los noventas, ha sido predominantemente el control de la inflación aún a costa de reducir los niveles de empleo.

En múltiples ocasiones, el Banco de México, gestor de la política monetaria en nuestro país, ha dicho que la estrategia económica que se siguió a partir de finales de 1994, y también en los años anteriores, puso especial énfasis en el abatimiento de la inflación. Sin embargo, sostiene el banco central, eso no quiere decir que la reducción de la inflación se considere un fin en si misma. Más bien, es una condición indispensable, aunque no suficiente, para alcanzar los objetivos trascendentes, como la justicia social y el crecimiento económico acelerado y sostenido

En mi opinión, éste manejo de la política monetaria no ha creado tales condiciones necesarias para el crecimiento económico del país, y el control de la inflación efectivamente se ha convertido en un fin en si mismo. Considero que el rezago en el empleo y el lento crecimiento del producto constituyen un obstáculo aún más grave para sentar las pretendidas condiciones de crecimiento fuerte sostenido de la economía.

El segundo aspecto de la hipótesis tiene que ver con la autonomía del Banco de México respecto del gobierno. En este punto pretendemos probar que, pese a la existencia de autonomía institucional, en la práctica el Banco de México aún está muy subordinado a decisiones de orden político. La autonomía es sólo *se jure* no de *facto*.

Lo anterior significa que pese a que el Banco de México mantiene su autonomía de gestión, debe contar con la aprobación de la Secretaría de Hacienda para llevar a cabo la política monetaria del país. Sin embargo, esto no quiere decir que la autonomía esté limitada o que no exista; más bien se trata de un concepto de "autonomía" con cooperación, ya que no es posible tener objetivos encontrados en la política monetaria y fiscal, puesto que la estrategia económica es una sola.

En el caso de México en particular, el banco central es autónomo de *jure* pero no de *facto*, es decir, que si bien en la letra de la Ley se estipula su autonomía, es difícil que ésta se lleve a cabo en la práctica, ya que en México, existe un arraigado presidencialismo, que hace que los demás Poderes de la Federación (Legislativo y Judicial), así como otras Instituciones que no dependen del Ejecutivo, se sometan a él por propia voluntad, pues la Ley no los obliga a ello. El caso del Banco de México y su actuación en la crisis financiera de 1994 que acabó por arrastrar a toda la economía, es un claro ejemplo de lo arriba citado.

Finalmente, nuestra hipótesis se encamina a resaltar que inclusive una política monetaria menos contraccionista no es la solución para encaminar la economía hacia el crecimiento. Para que pueda funcionar alguna estrategia monetaria, se necesita que dicha estrategia esté inmersa en un proyecto de nación a largo plazo, y no reconstruir al país cada seis años.

Es cierto que la nuestra, es una situación especial de crisis económica, política e incluso de valores. Pero esto no debe ser obstáculo para diseñar estrategias que nos doten de los elementos necesarios que permitan acceder al desarrollo económico de largo plazo, y de este modo salir definitivamente del tercermundismo. Ahorro interno, inversión extranjera directa, gasto público, etc; son variables que deben ser manejadas acorde a un proyecto de nación, previamente definido, y no improvisar sus niveles cada nueva administración.

MARCO TEÓRICO

El marco teórico utilizado para la comprobación o rechazo de la hipótesis planteada en esta tesis, se basa en las características de una economía pequeña y abierta.

Este marco teórico es útil para analizar el equilibrio monetario y la determinación de los precios bajo un régimen de tipo de cambio flotante. Hemos seleccionado este marco de análisis, por que engloba, hasta donde un modelo es capaz de hacerlo, las características principales de la economía de nuestro país hoy en día.

Los supuestos básicos de un modelo así, hacen referencia a que la economía se encuentra en el nivel de pleno empleo¹; que existe movilidad perfecta de capitales, de modo que las tasas de interés locales y externas son iguales; asimismo, se supone la producción y consumo de un sólo tipo de bien en la economía y que éste se puede importar o exportar a un precio internacional fijo.

Como sabemos, la economía mexicana es de pequeña dimensión comparada con la de nuestro principal socio comercial, los Estados Unidos de Norteamérica. De este modo, podría pensarse que México es un tomador de precios, ya que no tiene la fuerza para determinar los mismos en el mercado mundial.

El régimen de tipo de cambio en la actualidad es el de libre flotación. El banco central fija la oferta monetaria sin comprometerse con ningún tipo de cambio particular y deja que la paridad fluctúe en respuesta a las perturbaciones que sufra la economía.

Podemos identificar una relación muy útil extraída del principio de la paridad del poder de compra (PPP)². Este principio menciona, a grandes rasgos, que la inflación interna es igual a la inflación externa más la variación en el tipo de cambio.

¹Aquí podemos entender al pleno empleo, tal como lo define la idea de la tasa natural de desempleo, la cual es explicada en la sección III del capítulo II de este trabajo.

²Purchasing Power Parity. Así bautizado por el economista sueco Gustav Cassel. Este concepto es desarrollado en la parte 2 del capítulo II de esta tesis.

Supondremos que la política monetaria se lleva a cabo bajo un tipo de cambio flexible, por lo que el mecanismo de transmisión es el siguiente:

Un aumento en la oferta monetaria incrementa la demanda de moneda extranjera en el país, lo que provoca un aumento en el tipo de cambio, o lo que es lo mismo, una depreciación de la moneda local. Los precios, por su parte, aumentan en la misma proporción que se elevó el tipo de cambio, debido a los grandes requerimientos de insumos para la producción de bienes y servicios que se comercian al interior de la economía. El alza en los precios actúa para corregir el exceso de oferta monetaria, reduciendo la cantidad real de dinero. Este mecanismo de transmisión se conserva independientemente que exista o no libre movilidad de capitales.³

Antes de entrar de lleno a la lectura de esta tesis, recordamos al lector que toda la primera parte de la misma contiene los conceptos teóricos que sirven para el estudio de la política monetaria, por ello bien puede ser considerada como el marco teórico general de nuestro estudio.

³Para mayores detalles sobre este modelo puede consultarse, entre muchos otros textos de macroeconomía señalados en la bibliografía al final del trabajo, Sachs, J. & Larrain, F. "Macroeconomía en la Economía Global" Prentice Hall, México, 1994.

Primera Parte

**Aspectos Teóricos del Banco Central
y de la Política Monetaria**

CAPÍTULO I

EL BANCO CENTRAL

Ha habido tres grandes inventos desde el comienzo de los tiempos: el fuego, la rueda y los bancos centrales.

Will Rogers.

En este capítulo nos centraremos en los aspectos teóricos que tienen que ver con el Banco Central. Antes que todo, consideramos apropiado empezar por definir que se entiende por Banco Central, para de ahí pasar a hacer un recorrido breve por la historia y evolución de la institución aludida. Después, mencionaremos las funciones que debe realizar el Banco Central, y concluiremos el capítulo refiriéndonos a la forma en que se constituyen y administran actualmente.

1.1 DEFINICIÓN.

El banco central es un banco establecido por el gobierno. Es el responsable de la política monetaria que aquel aplica; del valor de la moneda nacional; de la supervisión de las tasas de interés; del sistema bancario del país, ya que es el prestamista de última instancia; de las necesidades crediticias y de las necesidades de financiamiento del gobierno. Usualmente es el custodio de las reservas internacionales y vigila el tipo de cambio.¹

Samuelson, economista de la escuela de Chicago y galardonado con el Premio Nobel de Economía, nos dice que el banco central es el organismo establecido

¹ Avneyon, Eitan A. "Dictionary of Finance" Mac Millan Publishing Company, 1988. p. 89

por el Estado, responsable del control de la oferta monetaria del país, de las condiciones crediticia y de la supervisión del sistema financiero, especialmente los bancos comerciales.²

Las definiciones anteriores involucran variables muy importantes de la política económica, de ahí se deduce la trascendencia del Banco Central en la gestión económica de un país. Por lo anterior, existen muchas formas de definir a un Banco Central según se de importancia a alguna en especial de sus múltiples funciones que realiza en la actividad económica. En la tercera sección de este capítulo, haremos un repaso a todas y cada una de las funciones y actividades que lleva a cabo un Banco Central.

Una de las nomenclaturas más usuales para los Bancos Centrales es la de "bancos únicos de emisión", ya que esta es, a decir de muchos estudiosos del tema, la función más importante que el Banco desempeña. Pero debemos advertir, que en realidad todas las actividades que realiza el banco central se complementan para cumplir cabalmente su papel como autoridad monetaria dentro de la economía de un país.

Otra definición nos refiere que el Banco Central es la entidad oficial, generalmente nacionalizada y organizada como corporación pública, que constituye el centro del sistema monetario y la cúspide del sistema bancario.³

Esta última definición destaca el papel del instituto emisor como controlador del crédito en la economía. Sin embargo, para controlar la composición del crédito es necesario que se apoye en otras funciones que realiza.

Una vez que ya definimos al Banco Central, pasemos a conocer algunos detalles sobre su evolución a través del tiempo, sus funciones y la forma como se constituyen y administran. De esta forma podremos entender mejor como es que el Banco Central interviene en la vida económica de un país

²Sarnuelson, P. & Nordhaus, W. "Economía" Mc Graw-Hill, México, 1993. p.87

³Tamames, Ramón. "Diccionario de Economía" Alianza Editorial, Madrid, 1988, p.28

tomando las decisiones que más convengan para el eficaz cumplimiento de sus objetivos trazados.

1.2 SURGIMIENTO DEL BANCO CENTRAL.

La institución pública llamada banco central no ha sido siempre, desde luego, la misma que hoy conocemos y que arriba definimos. El surgimiento de lo que conocemos en la actualidad como banco central se remonta al siglo XVII.

Su evolución ha sido relativamente rápida, ya que de ese entonces a la fecha a pasado, de ser fundamentalmente un banco único de emisión, a cumplir las funciones características de un Banco Central moderno. Cuando estos bancos fueron fundados, no se tenía la intención que ellos llevaran a cabo las funciones de un moderno Banco Central, es decir, el manejo discrecional de la política monetaria y la regulación y soporte del sistema bancario⁴, sin embargo, con el tiempo fueron adquiriendo la importancia debida hasta convertirse en autoridad monetaria.

Formalmente, el primer Banco Central organizado del mundo fue el Swedisch Riksbank en el año de 1668. Empero, debido a su importancia a nivel mundial, se considera que el primer Banco Central en funcionar como tal fue el Bank of England, esto en el año de 1694.⁵

Existe acuerdo general entre los investigadores, que la historia del Banco de Inglaterra ilustra la evolución de los principios y técnica de la banca central, es por esto que mencionaremos brevemente como fue el desarrollo de esta institución financiera. El Banco de Inglaterra debió su existencia a una suscripción pública hecha en 1694 con el propósito expreso de prestar dinero al gobierno a cambio del privilegio de emitir billetes con sujeción a ciertas limitaciones. Más adelante, los bancos privados del siglo XVIII descubrieron las ventajas de conservar una cuenta con el Banco de Inglaterra, puesto que era el banco cuyos billetes merecían mayor confianza, tenían más amplia circulación y comenzaba a destacarse como banquero y agente del gobierno.

⁴Earwell, J. et al. "A Dictionary of Economics" Mac Millan Press Limited, 1987. p.385.

⁵Kock, M. H. "Banca Central" Fondo de Cultura Económica. México, 1964 pp. 353-365.

Esta tendencia llevó al Banco de Inglaterra a que fuera considerado como guardián de las reservas en efectivo de los bancos privados, así como de las reservas de oro de la nación. En 1854 se adoptó la idea de liquidar las diferencias entre los distintos bancos, al término de cada compensación, mediante trasposos en sus respectivas cuentas con el banco señalado.⁶

La siguiente etapa de su evolución se caracterizó por la aceptación del Banco de la posición de "prestamista de última instancia", concepto atribuido a Bagehot; a la vez, el Banco asumió la responsabilidad de procurar mantener bases sólidas en el sistema monetario y en el crediticio del país. Las crisis financieras de 1847, 1857 y 1866 demostraron que era preciso mantener una reserva mínima de oro contra billetes para convertir éstos a la vista en monedas de oro. Recordemos que en esos años el patrón monetario era el "patrón oro", que suponía la convertibilidad en oro de todos los billetes en circulación⁷. El uso de la tasa de redescuento como instrumento importante de la política de crédito quedó firmemente establecido en esa época y la función reguladora del Banco adquirió mayor prominencia. El éxito con que ejerció esta influencia paternal en situaciones de emergencia, no sólo le dio gran prestigio arraigándolo finalmente como el Banco Central de la Gran Bretaña, sino que estimuló también el progreso de la banca central en otros países del mundo.⁸

Otros bancos privados siguieron la experiencia del Banco de Inglaterra y llegaron a constituirse en Bancos Centrales. A continuación mencionaremos sólo algunos de los casos más destacados de bancos que llegaron a ser bancos centrales.

El Riksbank de Suecia que nació de un banco privado fundado en 1656, se reorganizó como banco de Estado en 1668. El Banco de Francia, fundado en 1800, en parte con fondos del Estado, pero sobre todo, con capital privado, mantuvo desde el principio relaciones estrechas con el gobierno y se convirtió en su banquero recibiendo el derecho exclusivo de emisión en París. El Banco

⁶ Ibidem.

⁷ Es decir, Base Monetaria = Oferta Monetaria; o lo que es lo mismo, un multiplicador bancario igual a la unidad: Oferta Monetaria = K · Base Monetaria; donde K = 1 = Multiplicador del Sistema Bancario.

⁸ Kock, M. H. *Op. Cit.* Págs. 360-362.

de los Países Bajos se fundó en 1814, después del descrédito en que había caído por diversas razones el viejo Banco de Amsterdam, y se convirtió, en consecuencia, en el banco único de emisión y en banco del Estado. El Banco Nacional de Austria se fundó en 1817 para imponer orden en la situación monetaria del país, que había empeorado a consecuencia de una emisión excesiva y de la depreciación del papel moneda oficial. En 1878 se reorganizó para convertirse en el Banco de Austria-Hungría. El Banco de Noruega que inició sus operaciones en 1817, se creó con capital privado, pero también se le concedió el derecho único de emisión y se le hizo banquero del gobierno. El Banco Nacional de Dinamarca se fundó con capital privado en 1818. En 1850, se creó como único de emisión y agente financiero del gobierno el Banco Nacional de Bélgica. El Banco de España surgió en 1856. El Banco de Rusia se fundó en 1860. El Reichbank (antecedente del Deutsche Bundesbank) surgió en 1875 del Banco de Prusia.⁹

De este modo, cada país de los mencionados fue creando su Banco Central, y más adelante otros países del orbe siguieron el mismo camino, de tal suerte, que a la fecha prácticamente no existe nación independiente, autónoma y democrática, que no cuente con uno u otro organismo que cumpla la función de implementar la política monetaria del país, llámese Junta Monetaria, Consejo Monetario, u otro nombre parecido,

En la actualidad, los tres Bancos Centrales más importantes del mundo son el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, conocido como el Fed; el Deutsche Bundesbank de Alemania, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, y el Banco Nacional de Suiza. La mayoría de los países del mundo han intentado copiar algunas formas de organización y manejo de la política monetaria de los bancos arriba citados. En el capítulo IV de esta tesis, abordaremos la forma en que el Banco de México ha manejado la política monetaria, y podremos observar que ha seguido de alguna u otra forma las estrategias que el del Fed y del Deutsche Bundesbank han desarrollado en cuanto a manejo de oferta monetaria y tasas de interés.

⁹ Cfr. Kock, M. H. *Op. Cit.* Págs. 53-365.

1.3 FUNCIONES DEL BANCO CENTRAL.

El banco central realiza varias funciones que son de vital importancia para el desempeño económico correcto de un país. Comúnmente, se dice que un Banco Central tiene como funciones primordiales regular la circulación del dinero, el crédito y los cambios, a fin de procurar las condiciones propicias para la estabilidad del valor de la moneda. A continuación haremos una breve revisión de las funciones que todo Banco Central debe cumplir.¹⁰

Banco Único de Emisión. La función primordial de la banca central es ser el banco único de emisión, que al producir con el carácter de monopolio los signos monetarios que constituyen la reserva del sistema, se hace responsable del valor o poder adquisitivo del dinero.

Custodio y Administrador de los Activos Financieros Internacionales del País. Dada su posición privilegiada como único emisor, provee al sistema bancario de reservas a cambio de divisas extranjeras captadas, lo que permite constituir el fondo de activos internacionales o reserva internacional del país.

¹⁰ Para esta sección hemos consultado: Bishop, Paul & Dixon, Don. "Foreign Exchange Handbook" Mc Graw-Hill, 1992. Pág. 131. Borja Martínez, F. "El Nuevo Sistema Financiero Mexicano" Fondo de Cultura Económica, México, 1992. Cap. 1. Cargill, Thomas F. "Money, The Financial System, and Monetary Policy" Prentice-Hall, Inc. 1991. pp 424-428; si bien esta parte se refiere al Sistema de la Reserva Federal, es válido extender las conclusiones señaladas a los bancos centrales en general. Garay, G. "El Mecanismo de Redescuento como Instrumento de Política Monetaria" CEMLA, México, 1969. Cap. 2. Hawtrey, R. G. "The Art of Central Banking" Augustus, New York, 1965. pp.116-302. Marin, Alan. "Macroeconomic" Routledge, 1992. Cap. 3 y 4. Miller, L. & Pulsinelly, R. "Moneda y Banca" Mc Graw-Hill, Colombia, 1992. pp. 271-325. Samuelson, P. & Nordhaus, W. "Economía" Mc Graw-Hill México, 1993. Cap. 15. Timberlake, Richard H. Jr. "Money, Banking and Central Banking" Harper & Row Publishers, 1965. Ortiz Soto, Oscar. "El Dinero: La Teoría, la Política y las Instituciones" (apuntes de Cátedra de Teoría Monetaria y Política Financiera. Cap. 12. Mimeo).

Agente Regulador de los Cambios con el Exterior. La custodia y administración de la reserva internacional le permite contar con los recursos en moneda extranjera para participar activamente en los mercados de divisas, regulando e influyendo sobre la cotización que alcanzan éstas en términos de la moneda local.

Banquero del Gobierno. Por ley, los recursos que capta el gobierno por concepto de impuestos, derechos, aprovechamientos y utilidades de empresas públicas, son depositados, a través de la Tesorería del gobierno, en el Banco Central para su custodia en espera de su utilización en la forma de gasto público.

Agente Financiero del Gobierno. Dado su carácter anterior, el Banco Central está facultado para colocar en el mercado financiero nacional e internacional los bonos y títulos emitidos por la Tesorería del gobierno, a fin de obtener los recursos para el financiamiento del déficit público. En ocasiones el Banco Central debe absorber directamente estos títulos, cuando su colocación no se completa en el mercado, compromiso que la institución está en capacidad de romper en el contexto de su autonomía.¹¹

Banco de Bancos. Función que implica la prestación del servicio de custodia de las reservas del sistema bancario, a cambio de lo cual el Banco Central paga un rendimiento y dota a los bancos de la membresía que los faculta para recibir créditos de este.

Prestamista de Última Instancia. Por su carácter de banco de bancos y custodia de las reservas de éstos, la banca central facilita créditos a los bancos a fin de que puedan expandir sus negocios, o bien resolver problemas de liquidez.

¹¹En la sección siguiente donde repasamos la forma de constitución y administración de los bancos centrales, ahondaremos sobre la autonomía que el instituto emisor puede tener respecto del poder público.

Agente Regulador de la Actividad Bancaria. Como depositario de las reservas y prestamista de última instancia, la banca central está facultada para vigilar y regular la actividad bancaria con el fin de contrarrestar tendencias cíclicas en la operación del crédito, moderando las etapas de auge pero evitando o suavizando los periodos de crisis.

Cámara de Compensación. Es el servicio que presta la banca central para que los bancos intercambien los distintos signos monetarios que emiten¹² y que llegan a sus manos vía su participación en los negocios del público y la prestación de diversos servicios a su clientela.

Autoridad Monetaria. En su carácter de banco único de emisión y regulador de la actividad bancaria, el Banco Central tiene facultades para definir el carácter de los billetes emitidos, reponer el billete usado por billete nuevo, (destruyendo al primero) así como establecer las condiciones del crédito y de operación de las diversas instituciones financieras del sistema.¹³

Agente de la Política Monetaria. El Banco Central está facultado para fijar las tasas de encaje o reserva legal y las de redescuento, así como emitir bonos de regulación monetaria, lo que posibilita la expansión o contracción del circulante, define los criterios para la aplicación selectiva del crédito y dispone de los mecanismos para financiar el déficit público.¹⁴

Productor y Divulgador de Información sobre la Situación Económica del País. Dada la necesidad de información sobre el comportamiento de las variables objetivo de la política económica¹⁵, el Banco Central produce indicadores básicos y oportunos, los cuales analiza y toma en consideración

¹²Es decir, los cheques que el público usa como medio de cambio en sus transacciones.

¹³Claro está que esto último lo hace en cooperación con el Ministerio de Hacienda y otras instituciones de vigilancia y control del sistema financiero.

¹⁴Como vemos en el siguiente capítulo, lo que arriba se mencionó son algunos de los instrumentos que el Banco Central tiene a su disposición para llevar a cabo la política monetaria. Esta es la función que hace del Banco Central la entidad encargada de diseñar y aplicar lo concerniente a las variaciones en la cantidad de dinero dentro de la economía. Obviamente, el gobierno, a través de sus poderes ejecutivo -por medio del Ministerio de Hacienda- y legislativo interviene en las decisiones tomadas por el instituto emisor.

¹⁵Producción, empleo, inflación y balance de pagos. Estas variables objetivo son tratadas en el capítulo siguiente.

para el diseño de la política monetaria y los pone a disposición de otras instituciones gubernamentales y privadas, investigadores y analistas así como del público en general.

Hasta aquí hemos visto qué es el Banco Central, su evolución hasta convertirse en lo que actualmente es, y las funciones que desempeña. Para concluir este capítulo, sólo nos resta mencionar los aspectos más importantes de la forma en que se constituyen y administran los Bancos Centrales.

1.4 CONSTITUCIÓN Y ADMINISTRACIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES.

En cuanto a la administración de los bancos centrales, antes de 1936 había sólo un pequeño número de Bancos Centrales de propiedad exclusiva del Estado, sin embargo, al presente los Bancos Centrales son de propiedad estatal en la mayoría de los países. Hay también algunos bancos, en los que el gobierno tiene por lo menos el 50% del capital. En algunos países la Ley obligó a los bancos comerciales a suscribir la totalidad o parte del Banco Central, de este modo, el Sistema de la Reserva Federal, que se constituye por doce bancos, es el único ejemplo de Banco Central propiedad exclusiva de los bancos comerciales. En cuanto a la distribución de las ganancias, en el caso de casi todos los Bancos Centrales de propiedad del Estado, estas se pagan al gobierno como único accionista. También existen disposiciones que permiten la participación del gobierno en las ganancias, sea propietario o no del capital.¹⁶

Básicamente, todo Banco Central consta de un grupo o Junta de Gobernadores o Directores Generales, que se encargan del manejo de todo lo relacionado con el banco; más aparte, uno o varios grupos denominados Comités que tienen a su cargo llevar a cabo las medidas que la Junta haya decidido. Es común que un Banco Central tenga su Comité de Mercado

¹⁶ Cfr. Koek, M. H. Op. Cit. Págs. 353-368.

Abierto, encargado de realizar las operaciones de colocación y adquisición de papel gubernamental en el mercado financiero.

Un banco central se constituye en base a la conjunción de activos reales y financieros que le permiten operar como institución bancaria de emisión, prestamista de última instancia y banquero-financiero del gobierno. En términos generales, este activo se conforma por créditos otorgados al gobierno, a los bancos, por otros activos financieros y los bienes físicos que permiten la operación del banco. A este activo corresponden el pasivo y el capital de la institución. El pasivo está representado por las aportaciones del gobierno y de las banca, por la emisión del circulante y por otros pasivos. Mientras que el capital lo representa el capital contable o diferencia entre el activo y el pasivo. Lo anterior se ilustra en el cuadro siguiente:

ACTIVO	PASIVO Y CAPITAL
Titulos y Valores	Billetes y Monedas en circulación
Créditos al Gobierno	Obligaciones a favor del Gobierno
Créditos a los Bancos	Obligaciones a favor de los bancos
Divisas	Obligaciones a favor del exterior
Moneda Metálica en Circulación	Capital contable
Activos Físicos	

Habíamos mencionado en la sección anterior algo sobre la autonomía del Banco Central respecto del gobierno, en el cumplimiento de sus funciones. Cuando se habla de autonomía, se dice que el Banco Central es una institución del gobierno pero con autonomía de gestión, es decir, que si bien depende en gran medida del poder público, está facultado para tomar sus propias decisiones y llevarlas acabo. No es fácil definir cuando un banco es más o menos autónomo que otro, sin embargo, existen algunos indicadores que pueden arrojar luz al respecto. Por ejemplo, el porcentaje que la ley marque como obligación del Banco Central para financiar el déficit público, porcentaje que varía de país a país y que puede ir desde un 14 % del presupuesto, como es el caso del Baco Central de Italia, o incluso puede

prohibirse expresamente financiar directa o indirectamente al gobierno, como lo contempla la legislación vigente para el Banco Central de Chile.¹⁷

En la actualidad este concepto de autonomía toma relevancia debido a que se ha comprobado, que mientras más alejado o más autónomo es un Banco Central del gobierno, los niveles de inflación son menores y el valor de la moneda, por tanto, es más fuerte.¹⁸ La tendencia a nivel mundial es dotar de mayor autonomía a los institutos emisores para que puedan cumplir, sin ningún tipo de presión política (tiempo de elecciones, por ejemplo), con su objetivo de vigilar el valor de la moneda.

En un mundo tendiente a la globalización se hace cada vez más difícil que un Banco Central, autónomo en mayor o en menor grado, pueda desentenderse de lo que sucede con otros Bancos Centrales de los principales socios comerciales del país. El caso de la Unión Europea es el ejemplo más ilustrativo a este respecto. Este alto grado de integración económica, se tiene contemplado concluirlo con la puesta en circulación en toda la Unión de una sola moneda, el ECU (European Currency Unit), para el año de 1999. Para ello se hace indispensable, una política monetaria convergente hacia objetivos comunes (los criterios de Convergencia de Maastricht), que tienen por finalidad la creación de un Banco Central para la Unión: el Banco Central Europeo o Eurobanco, que mientras dura la transición hacia la unión monetaria plena, adopta el nombre de Instituto Monetario Europeo (IME), con sede en Frankfurt am Main.¹⁹

¹⁷ Para el caso de México se contempla que en el contexto su autonomía, solo podrá financiar hasta un 1.5 % del presupuesto gubernamental. El Sistema de la Reserva Federal, por su parte, no financia directamente al gobierno, sino que otorga préstamos de sus propios recursos al Tesoro (Ministerio de Hacienda) a través de bonos. Cfr.: "Banco de México. Autonomía sin Resultados" En periódico: El Financiero, 18 de Febrero de 1995 p.52.

¹⁸ Sobre la autonomía del Banco Central y sus efectos sobre el comportamiento de la economía, en especial de los precios, veanse los extensos ensayos de: Caesar, Rolf, "Los Bancos Centrales y La Política", y particularmente los siguientes: Banaián, King, et al. "Independencia de la Banca Central. Una Comparación Internacional", y, Rosende, F. "Elementos para el Diseño de un Marco de Análisis de la Autonomía del Banco Central". Todos ellos en: Lisovsky, L. (comp.) "El Papel de la Banca Central en la Actualidad". CEMLA y Banco de España. México, 1991.

¹⁹ Con la entrada en vigor del Tratado de Maastricht el 1º de Noviembre de 1993, la Comunidad Económica Europea se llama a partir de entonces Unión Europea. El 1º de Enero de 1994 entró en vigencia el Tratado sobre el Espacio Económico Europeo al igual que la segunda etapa del Sistema Monetario Europeo y en Frankfurt am Main se establece el IME y se nombra al barón Alexandre Lamfalussy como primer presidente de este organismo. Lamfalussy es considerado como un experto en materia de política monetaria

Este Banco Central tendrá a su cargo, desde luego, el realizar todas y cada una de las funciones que señalamos que cumple un Banco Central, con la salvedad, que no serán aplicables a un sólo país, sino a todo un bloque comercial, compuesto actualmente por 15 países y con intenciones de ampliarse con la adhesión de los países de Europa Oriental.

Una vez que ya sabemos que es y que hace un banco central, estamos en condiciones de conocer como es que logra sus objetivos. Para ello es necesario insertarlo en el contexto de la política económica. La política económica, a muy grandes rasgos, se divide en política fiscal y política monetaria, y es precisamente esta última la que el Banco Central está encargado de llevar a cabo. En el capítulo siguiente describiremos como el Banco Central realiza la política monetaria y la forma en que ésta se relaciona con la política económica para lograr el cabal cumplimiento de los objetivos señalados.

internacional, es economista con doctorado en Oxford y ha desempeñado el puesto de director general del Banco Internacional de Pagos (BIP) de 1985 a 1993. Cfr: "Die Entscheidung: Die Europäische Zentralbank kommt nach Frankfurt..." En: Zeitschrift Deutschland Nr.3 12/93 pp.14-17. y "El cerebro del Eurobanco: Alexandre Lamfalussy" En: Zeitschrift Deutschland Núm. 4 Agosto de 1994 pp. 26- 29.

CAPITULO II

LA POLÍTICA ECONÓMICA Y LA POLÍTICA MONETARIA.

Se ha dicho que el amor al dinero es la raíz de todos los males. Lo mismo podría decirse de la falta de dinero.

Butler Samel.

En este capítulo me centraré en los aspectos teóricos que tienen que ver con la política económica y la política monetaria. Se definirá la política económica, las formas que ésta puede adoptar en la consecución de sus objetivos y los tipos de variables en que se organiza, así como la metodología que se sigue para su instrumentación.

En un segundo apartado, mucho más amplio, abordaré a la política monetaria. Ahí estudiaré los tipos de variables en que se organiza y la forma en que el banco central dispone de ellas para la consecución de sus objetivos.

II.1 LA POLÍTICA ECONÓMICA

La política económica es el conjunto de acciones implementadas por el poder público, orientadas a lograr ciertos objetivos en el desempeño del sistema económico.¹ La política económica persigue cuatro objetivos básicos, a saber:

**Maximizar el crecimiento de la producción,
Lograr y mantener el pleno empleo,
Lograr y mantener la estabilidad de precios, y**

¹ Ortiz Soto, Oscar. "El Dinero: La Teoría, la Política y las Instituciones" Cap. 6.

Lograr y mantener el equilibrio de la balanza de pagos.²

En la consecución de estos objetivos, la política económica puede adoptar distintas formas o tipos, que son las siguientes:

Política fiscal,
Política monetaria,
Política de ingresos, o
Política de intervención directa.³

La *política fiscal* es el conjunto de acciones que implementan las autoridades hacendarias que involucran tanto al gasto como al ingreso público.

La *política monetaria* es el conjunto de acciones que implementa la autoridad monetaria tendientes a afectar la estructura de la cartera de activos de los agentes económicos (empresas, bancos y personas).

La *política de ingresos* es el conjunto de acciones que implementa el poder público a fin de regular los precios de los bienes, los servicios y los salarios que prevalecen en la economía.

La *política de intervención directa* es el conjunto de acciones implementadas por el gobierno que implican una participación directa del poder público en las actividades de producción o distribución de bienes y servicios dentro de la economía.⁴

Cabe mencionar que en menor o mayor grado, la mayoría de los países han implementado estas cuatro formas que adopta la política económica según sean las distintas situaciones que se presenten en la economía. Sin embargo, siempre se parte del supuesto que solamente la política fiscal y la política monetaria entran en juego, dejando la aplicación de las otras dos políticas para situaciones muy especiales o coyunturales y de corto plazo.

² Ibidem.

³ Ibidem.

⁴ Ibidem.

Por lo anterior, siempre se hace énfasis en las medidas de política fiscal, a cargo del Ministerio de Hacienda, y de política monetaria, a cargo del banco central, para alcanzar los objetivos arriba señalados.

Tradicionalmente, el estudio de la política económica, asume que tanto la política fiscal como la monetaria son independientes; sin embargo, en la realidad ambas políticas están interrelacionadas. Por ejemplo, la expansión monetaria está necesariamente ligada al financiamiento del gasto público y a la adquisición de bonos del gobierno. La operatividad de los instrumentos ortodoxos de política monetaria⁵ depende fundamentalmente de que éstos sean utilizados para los fines exclusivos de la política monetaria o en apoyo a la política fiscal, ya que cuando son utilizados para el financiamiento de la deuda pública o para otros fines, dichos instrumentos tradicionales pierden operatividad, por lo que se puede decir que la disciplina fiscal es una condición indispensable para crear el contexto necesario, para que los instrumentos de la política monetaria operen eficientemente.

En este trabajo, me ocuparé de la política monetaria y sólo se abordarán aspectos de la política fiscal cuando así lo amerite la exposición.

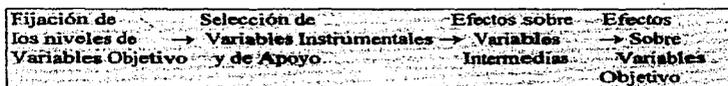
En lo que hace a la operación de la política económica, las autoridades utilizan el siguiente método. Antes que todo, se identifican los tipos de variables. La política económica cuenta con cuatro tipos de variables: las objetivo, las intermedias, las instrumentales y las de apoyo. Los encargados de la economía en un país se fijan metas en las *variables objetivo, de observación o seguimiento*, que son la producción, el empleo, el nivel de precios y la balanza de pagos. Una vez que se decide el objetivo y su nivel, se escogen las *variables instrumentales*⁶ (que son los instrumentos de que dispone la autoridad para influir sobre las variables intermedias que conducen a la consecución de los objetivos generales de la política económica) y las

⁵Operaciones de mercado abierto, manipulación de la tasa de reserva o encaje legal y manipulación de la tasa de redescuento.

⁶Por ejemplo, el gasto público es una importante variable instrumental con que cuenta la autoridad para expandir o contraer la demanda agregada y con ello el nivel de actividad económica. Los impuestos, los aranceles, las transferencias y los subsidios son también instrumentos de política fiscal muy poderosos para situar a las variables objetivo donde se requiere.

*variables de apoyo*⁷ (que son agentes complementarios que apoyan a las variables instrumentales a fin de influir sobre las variables intermedias), que se consideran las más adecuadas y convenientes, con el fin de afectar en la dirección deseada a las *variables intermedias*⁸ (que son aquellos agregados económicos sobre los cuales se pretende actuar directamente a fin de cumplir con los objetivos previstos de la política económica) que a su vez afectarán a las variables objetivo llevándolas a la posición que se desee.

El siguiente esquema puede ayudar a entender mejor el procedimiento de la política económica:



Sin embargo, es fundamental entender que la consecución de los distintos objetivos de la política económica requieren medidas que suelen estar contrapuestas. Las políticas orientadas hacia los objetivos de maximización de la producción y consecución y mantenimiento del empleo, tienden a generar presiones inflacionarias, así como aumento de las importaciones y disminución de las exportaciones, que ahondan el desequilibrio externo. Del mismo modo, las políticas orientadas a controlar y abatir la inflación y el desequilibrio externo, tienden a desestimular el crecimiento de la producción y del empleo.

Otra dificultad muy relevante que enfrenta la implementación de la política económica consiste en que el ajuste perseguido a través de la misma no es inmediato. Esto implica que siempre hay desfases, más o menos largos, entre la implementación y el resultado de la política económica.

⁷ Por ejemplo, ante la necesidad de elevar los niveles de empleo, la autoridad utiliza variables instrumentales para aumentar la demanda agregada, pudiendo reforzar su acción expansionaria con las variables de apoyo. Las primeras serían, por ejemplo, el gasto público, mientras que las segundas podrían ser una política de devolución de impuestos a las empresas que demostraron aumentos apreciables en su planta laboral.

⁸ Por ejemplo, las variables intermedias pueden ser el nivel de la demanda agregada o de la oferta agregada, cuyos montos están directamente relacionados con los objetivos finales de la política económica. Otra variable objetivo puede ser el tipo de cambio cuando se tienen grandes déficits con el exterior.

Existen varios tipos de rezagos de los que la autoridad debe tener conciencia, por ejemplo, el rezago en la información, el rezago de la implementación, el rezago en la respuesta del instrumento y el rezago de reacción.⁹

Hasta aquí, lo referente a la política económica, ahora pasemos a desarrollar el aspecto teórico más importante de esta tesis, la política monetaria.

II.2 LA POLÍTICA MONETARIA

Ya habíamos definido a la política monetaria como el conjunto de acciones implementadas por la autoridad, orientadas a influir sobre la composición de la cartera de activos de los agentes económicos.

En términos mucho más simples se dice que la política monetaria envuelve los cambios en la oferta de dinero.¹⁰ También podemos decir que la política monetaria describe el control del gobierno sobre la oferta monetaria y el sistema bancario, hecho a través de la compra y venta de activos financieros del gobierno por parte del banco central.¹¹

Como en el caso de la política económica general, la política monetaria cuenta con un conjunto de variables: las objetivo, las instrumentales, las de apoyo, y las intermedias. Y el método de su implementación también es similar al de la política económica, es decir, primero se fijan los objetivos

⁹El rezago en la información consiste en el desfase que da lugar a la aparición de un problema y la disponibilidad de los indicadores económicos que dan cuenta del mismo. El peligro de este retraso consiste en que cuando la autoridad es informada de algunas tendencias indeseables en el comportamiento de la economía, el tiempo transcurrido puede llevar a decisiones equivocadas, que se tomen y apliquen cuando las condiciones ya han variado.

El rezago de implementación consiste en el desfase que ocurre entre el momento en que la autoridad recibe la información pertinente y el momento en que se toma la decisión de actuar.

El rezago en la respuesta del instrumento surge del tiempo que tarda la variable intermedia en responder a los cambios de la variable instrumental.

El rezago de reacción implica el desfase que existe entre los movimientos de las variables intermedias y las variables objetivo.

¹⁰Hall, R. & Taylor, J. " *Macroeconomics* " W W Norton & Company. 1991. p.102

¹¹Bangly, M. & Friedman, P. " *Macroeconomics, Financial Markets and the International Sector* " Richard D. Irwin. 1991. p.135

deseados, luego se escogen las variables instrumentales y las de apoyo que han de actuar sobre las variables intermedias más convenientes, para que estas a su vez muevan en el sentido deseado a las variables objetivo para el logro de las metas fijadas.

Las variables objetivo son las mismas que las de la política económica, es decir: el crecimiento del producto, la generación de empleo, la eliminación de la inflación y el equilibrio en la balanza de pagos.

A continuación identificaremos cada una de las variables restantes.

II.2.1 LAS VARIABLES INTERMEDIAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Como sabemos, las variables intermedias son aquellos agregados sobre los cuales se pretende actuar a través de las variables instrumentales, buscando determinado efecto sobre las variables objetivo. Las variables intermedias de la política monetaria son: la oferta monetaria, la tasa de interés, las reservas bancarias, la composición del crédito, y el tipo de cambio.

II.2.1.1 La Oferta Monetaria

La oferta monetaria es por excelencia la variable intermedia a mover por parte de la autoridad monetaria, o sea el banco central, esperando que sus efectos se dejen sentir de la forma correcta sobre las variables objetivo. Cualquier cosa que se diga tratando de resaltar la importancia de esta variable dentro de la economía, no será lo suficientemente adecuada para ello, ya que se trata nada más y nada menos que de la cantidad de dinero que circula en la economía, y como sabemos, sin el dinero sería imposible mover las complejas relaciones comerciales y financieras que envuelven a la sociedad moderna.

Podemos definir a la oferta monetaria como el conjunto de medios dinerarios que circulan en una economía.¹² Cabría entonces incluir aquí tanto a los medios que sirven para realizar transacciones, como a los medios para atesorar valor y a los medios para diferir pagos a futuro.

En una economía moderna y con un sistema financiero no muy sofisticado, podemos descomponer a la oferta monetaria, también llamada "stock monetario o stock de dinero", en varios agregados, abarcando desde la definición más sencilla de dinero, hasta la diversidad de instrumentos financieros. Para tal efecto, es cómodo hacer un primer apartado donde se agrupan los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista, y llamarlo M1. A este componente de la oferta monetaria es lo que comúnmente se denomina medio circulante u oferta monetaria en sentido restringido. M2 estará compuesto por M1 más instrumentos de ahorro bancario a corto plazo. M3 es igual a M2 más instrumentos de ahorro no bancarios a corto plazo. Finalmente, M4 será igual a M3 más instrumentos de ahorro bancarios y no bancarios a largo plazo. A M4 se le llama la oferta monetaria en sentido amplio.

Para entender mejor el concepto de oferta monetaria, es necesario relacionarla con otro concepto muy importante: la base monetaria.¹³ La base monetaria es el conjunto de reservas creadas o en poder del banco central, sujetas a ser multiplicadas por el sistema bancario a través del mecanismo del crédito, proceso que da lugar a la oferta monetaria. Aquí es palpable la trascendencia del concepto arriba citado en el proceso de creación de la oferta monetaria.

Podemos decir entonces, que la oferta monetaria es igual a la base monetaria multiplicada por el multiplicador bancario¹⁴. Como podemos ver, las variaciones en la oferta monetaria son producto de las variaciones en la base monetaria. Sin embargo, hay otros factores que también ejercen su influencia

¹² Ortiz, Soto. "El Dinero: La Teoría, La Política y Las Instituciones" Cap.6

¹³ También llamada dinero primario, puede ser definida por sus usos como la suma de los billetes y monedas en circulación y los saldos de los depósitos en cuenta corriente de las instituciones de crédito en el banco central.

¹⁴ $M = (K) B$; donde: M= oferta monetaria
K= multiplicador bancario
B= base monetaria.

sobre la oferta dineraria. La oferta monetaria *crece* cuando *aumentan* la tasa de interés bancaria activa¹⁵, el nivel de la actividad económica¹⁶, y las reservas creadas por el banco central¹⁷. Del mismo modo, la oferta monetaria *disminuye* cuando *aumentan* la tasa de encaje legal asociada a la captación de depósitos a la vista, la tasa de encaje legal asociada a la captación de depósitos a plazo¹⁸, la tasa de redescuento¹⁹, y la tasa de interés de mercado abierto²⁰.

II.2.1.2 La Tasa de Interés

La segunda variable intermedia en la que pone prioritariamente su atención el banco central es la tasa de interés. Del nivel del tipo de interés dependen muchas cosas en la economía, por ejemplo, la inversión, tanto especulativa como productiva o real; el tipo de cambio, ya que dependiendo de los niveles que la tasa representativa del país alcance respecto a la tasa representativa del resto del mundo, el flujo de capitales entrará o saldrá del país.

¹⁵ Debido a que los bancos encuentran atractivo colocar sus reservas en exceso otorgando créditos a sus clientes, aumentan las reservas que pueden ser multiplicadas por el sistema bancario.

¹⁶ Cuando aumenta el ingreso o el producto es común que se demande más liquidez para cubrir las transacciones, por lo que el medio circulante tiende a aumentar.

¹⁷ Podemos entender por reservas creadas por el banco central, el aumento de la base monetaria, ya que si la definimos por sus fuentes:

$$\text{Base Monetaria} = \text{Crédito Interno} + \text{Reservas Internacionales}$$

El banco central puede "crear reservas", en estricto, monetizando la reserva internacional o financiando su crédito interno con dinero nuevo, es decir, aumentando las reservas nuevas. También puede aumentar la base monetaria cuando inyecta a la economía las reservas con cargo al fondo de reserva legal, es decir, aumentando el componente de reservas prestadas.

¹⁸ El sistema bancario no puede multiplicar las reservas depositadas en el banco central por los conceptos señalados.

¹⁹ Siendo la tasa de redescuento el porcentaje que cobra el banco central al sistema bancario por prestarle reservas mantenidas en el fondo de encaje legal, cuando dicha tasa aumenta induce al sistema bancario a aumentar sus reservas en exceso.

²⁰ Cuando la tasa de mercado abierto que pagan los bonos y otros instrumentos emitidos por el gobierno es mayor a la tasa bancaria pasiva, el público sustituye los depósitos a plazo por los bonos de mercado abierto.

Por lo anterior, el banco central vigila con singular atención los niveles que el tipo de interés alcanza, procurando que sean compatibles con sus objetivos señalados.

La tasa de interés es el porcentaje que se aplica a una cantidad monetaria que denominamos capital y que equivale al monto que debe cobrarse o pagarse por prestar o pedir prestado dinero. Cabe mencionar que en la vida real existen muchos tipos de tasas de interés, por ejemplo: activa²¹, pasiva²², real²³, nominal²⁴, bruta²⁵, neta²⁶; más todo un abanico de tipos de tasas que se pagan o se cobran por los distintos instrumentos que circulan en un mercado financiero.

La teoría monetaria, en su apartado correspondiente a la tasa de interés, estudia como se fija nivel de la tasa de interés "pura", "natural" o "libre de riesgo". Una vez que se ha fijado un nivel de tasa "natural", se fijan todas las demás tasas de interés en función del plazo, riesgo, contribución fiscal y otras características de índole financiera derivadas de cada opción de inversión o tipo de crédito. Lo anterior es lo que se llama Teoría de la Estructura de la Tasa de Interés. Cualquier tasa de interés de mercado se integra por tres componentes fundamentales, a saber:

- a) La tasa de interés "pura" o "natural".
- b) El componente asociado a los distintos riesgos que involucran tanto al capital como al rendimiento pactado en una operación financiera, y
- c) El componente temporal que resulta de la relación que existe entre el rendimiento y el vencimiento de un instrumento financiero.

²¹ Es la que representa el rendimiento que el usuario del crédito paga al intermediario por la utilización de los fondos.

²² Es la que representa el rendimiento que el intermediario paga a los propietarios de los fondos o el capital que se están prestando.

²³ Consiste en el nivel porcentual que alcanza la tasa de interés durante cierto plazo, descontando la tasa de inflación ocurrida durante el mismo lapso.

²⁴ Consiste en el nivel porcentual que alcanza la tasa de interés sin descontar la tasa inflacionaria.

²⁵ Es la tasa de interés que pagan los usuarios del crédito o se paga a los ahorradores antes del pago de los impuestos correspondientes.

²⁶ Es la tasa de interés bruta después de descontados los impuestos.

A través del tiempo se han realizado varios esfuerzos tendientes a explicar como se fija el valor de la tasa "natural", "pura" o "libre de riesgo", y básicamente tenemos cuatro alternativas:

- 1) La Teoría Clásica, Real o No Monetaria;
- 2) La Teoría Keynesiana o Monetaria;
- 3) La Teoría de los Fondos Prestables; y
- 4) El Modelo IS-LM.

La teoría de la corriente de las Expectativas Racionales, es una versión aderezada de la teoría clásica del interés, por lo que no se considera una teoría alternativa de suyo, pero aporta algunas conclusiones interesantes²⁷.

²⁷ La finalidad de este apartado del capítulo no es ser un tratado sobre la tasa de interés, por lo que no explicaré cómo es que se determina la misma, simplemente daré algunos conceptos y referencias para que el lector interesado consulte y profundice sobre ellos.

Los factores que determinan el nivel de tasa de interés, según los economistas clásicos, son la oferta de recursos que proviene del ahorro del público y la demanda de recursos que se requieren para invertir. El ahorro está determinado por la austeridad o deseo de posponer el consumo presente a favor del consumo futuro, mientras que la inversión depende de los rendimientos esperados por la utilización productiva del capital en proyectos reales, por eso se afirma que la tasa de interés está determinada por la continencia y austeridad de la sociedad frente a la productividad de la inversión. Es importante hacer notar que en la teoría clásica del interés, los flujos dinerarios no tienen mayor relevancia. Inclusive, para entender cabalmente la concepción no monetaria, es posible concebir al interés en ausencia completa de moneda. Si el interés se paga en términos dinerarios en la actualidad, no se debe a que sea un fenómeno monetario, sino al sistema de pagos que caracteriza a la sociedad económica moderna.

Por su parte, en la teoría keynesiana de la tasa de interés, ésta se determina por la interacción de la oferta monetaria, determinada exógenamente por el banco central, y la demanda de saldos monetarios reales, determinada por el público contra función positiva del ingreso y negativa de las expectativas del público en cuanto al nivel futuro inmediato de la propia tasa de interés.

La teoría de los fondos prestables establece que la tasa de interés se fija en el mercado financiero por la interacción de la oferta y la demanda de fondos prestables, ambas están determinadas por las decisiones de los consumidores, empresas, gobierno y sector externo, que ofrecen fondos producto de su ahorro y demandan fondos a través de crédito de las instituciones bancarias, que además de ser intermediarios, tienen la capacidad para expandir o contraer la oferta de fondos. Esta teoría pretende conciliar la teoría clásica con la keynesiana, argumentando que la primera debe concebirse como una teoría de largo plazo, mientras que la segunda de corto plazo.

El modelo IS-LM explica la fijación simultánea de la tasa de interés y el nivel de ingreso nacional, como producto del equilibrio en el mercado de bienes y en el mercado de dinero.

En el capítulo IV de este trabajo, cuando se haga referencia a la tasa de interés, me referiré a la tasa líder del mercado de dinero (excepto cuando se diga otra cosa) que se paga en México, o sea la que otorgan los bonos gubernamentales llamados Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) a un plazo de 28 días. Este indicador es el que nos servirá para describir el comportamiento de la tasa de interés en México.

También debemos hacer notar que hay factores que afectan el comportamiento de esta importante variable económica, entre ellos: el ahorro, la inversión, la oferta monetaria, la demanda de saldos reales, el nivel de ingreso, las expectativas del público sobre la misma tasa de interés, así como la oferta y demanda de fondos por parte de las empresas, el gobierno y el resto del mundo.

II.2.1.3 Las Reservas Bancarias

Las reservas bancarias son otra variable intermedia de la política monetaria. Éstas se refieren al total de reservas que el sistema bancario mantiene en su poder y que son susceptibles de ser multiplicadas por el propio sistema a través del mecanismo del crédito. Estas reservas son las reservas de caja, que son las que los bancos mantienen en sus bóvedas a fin de hacer frente a sus

Los teóricos de las expectativas racionales aceptan la concepción clásica y la apoyan en base al argumento de que el mercado financiero es muy eficiente para asimilar la información que afecta a la tasa de interés. De esta forma, la tasa de interés cambia sólo cuando aparece información nueva e inesperada, pero en el largo plazo, siempre se situará en su nivel "natural". Para la política monetaria, implica que la influencia que el banco central ejerce sobre la tasa de interés, depende del conocimiento que éste tenga sobre las expectativas del público acerca de los movimientos en la propia tasa.

A continuación refiero alguna bibliografía básica para el lector interesado en este tema: Argandoña, A. "*La Teoría Monetaria Moderna*" Ariel, España, 1981. Bach, G. L. et. al. "*Macroeconomics. Analysis, Decision Making and Policy*" Prentice-Hall, 1987. Bangly, M. & Friedman, P. "*Macroeconomics, Financial Markets and the International Sector*" Richard D. Irwin, 1991. Bird, Graham. "*International Macroeconomics. Theory, Policy and Applications*" MacMillan, 1987. Bober, Stanley. "*Modern Macroeconomics A Post-Keynesian Perspective*" Routledge, 1988. Cargill, Thomas F. "*Money, The Financial System, and Monetary Policy*" Prentice-Hall, Inc. 1991. David, J. H. "*La Política Monetaria*" Fondo de Cultura Económica, México, 1978. Friedman, Milton. "*El Marco Teórico de Milton Friedman*" Premia, México, 1969. Fry, Maxwell. "*Dinero, Interés y Banca en el Desarrollo Económico*" España, 1983. Hall, R. & Taylor, J. "*Macroeconomics*" WW Norton & Company, 1991. Marin, Alan. "*Macroeconomics*" Routledge, 1992. Samuelson, P. & Nordhaus, W. "*Economía*" Mc Graw-Hill México, 1993. Timberlake, Richard H. Jr. "*Money, Banking and Central Banking*" Harper & Row Publishers, 1965.

operaciones diarias; más las reservas en exceso que mantienen los bancos o en sus bóvedas o en el banco central, pero que están por encima de los porcentajes requeridos aplicables a la reserva legal y a la reserva de caja; más las reservas libres que se definen como la diferencia entre las reservas en exceso y las reservas prestadas.²⁸

Un ejemplo de la importancia de las reservas bancarias como variable intermedia de la política monetaria, es el que nos ilustra el Banco Central de Estados Unidos (Fed). Su objetivo primordial consiste, como sabemos, en mantener las condiciones monetarias que conduzcan a un crecimiento estable y prosperidad de la economía. Para ello se requiere de un control sobre la oferta de dinero y las tasas de interés, el cual es ejercido principalmente por el manejo del volumen y uso de las reservas bancarias.

Sin reservas en exceso, los bancos comerciales no pueden extender el crédito más allá de sus pasivos destinados a ese fin. Las reservas en exceso hacen posible (pero no aseguran) la expansión de creación de activos y depósitos de los bancos. Entonces el Fed, tiene el poder de aumentar o reducir las reservas en exceso para cumplir con sus objetivos señalados.²⁹

Así como el Fed actúa para controlar las reservas bancarias, otros bancos centrales hacen lo propio. Lo importante es mantener a esta variable intermedia en el nivel que la autoridad considere conveniente de acuerdo a sus metas en las variables objetivo o de seguimiento.

II.2.1.4 La Composición del Crédito

El crédito es otra de las variables intermedias de la política monetaria. Por su importancia en las economías modernas, y sobre todo en las que cuentan con sofisticados sistemas financieros, ésta variable se ha convertido en una de las

²⁸ Ortiz Soto, Oscar. *Op. Cit.* Cap. 2.

²⁹ Bach, G. L., et al. " *Macroeconomics. Analysis, Decision Making, and Policy*" Prentice-Hall 11th. Edition 1987. p.288

principales a observar y tratar de mover en la dirección que el banco central considere conveniente.

El crédito es la concesión de permiso de un individuo a otro para obtener la posesión de algo perteneciente al primero, sin pagar en el momento de recibirlo. Es el crédito, en su forma más avanzada, una transferencia de dinero a cambio de una promesa de pago en el futuro.³⁰

A causa de que son pocas las transacciones que se pagan con caja en la actualidad -principalmente las que involucran grandes cantidades- la sociedad moderna se basa enormemente en el crédito. En la industria y en el comercio se hace uso intensivo del sistema crediticio. La principal función del crédito es el financiamiento de la producción con anticipación a la demanda, es decir, unir la oferta de los recursos productivos con la demanda de sus productores. El mecanismo del crédito economiza también el uso del dinero, permite una planeación más flexible de los gastos a lo largo del tiempo y actúa como canal recolector del ahorro de la sociedad. La concesión de crédito es el objeto fundamental de la actividad de las entidades que componen el sistema financiero de un país.

La importancia del crédito, como variable intermedia de la política monetaria, radica en que genera un poder de gasto corriente en la economía, por lo que siempre será posible que una sobreexpansión del crédito conduzca a la inflación, o que las fallas en su adecuada asignación disminuyan la velocidad de las transacciones perjudicando el sano crecimiento de la economía. Por esta razón la autoridad monetaria se preocupa por la composición del crédito, es decir, por la cantidad correcta del mismo que se debe otorgar en la economía. El banco central, por tanto, si considera necesario restringir el volumen de créditos, o en caso contrario ampliarlo, toma las medidas necesarias para elevar sus costos, o disminuirlos, reduciendo así la demanda por créditos, o incrementándola.

³⁰ Eatwell, J. et al. "A Dictionary of Economics" MacMillan Press Limited. 1987.

El banco central se encarga, pues, de vigilar que el crédito en la economía se otorgue en cantidades adecuadas al cumplimiento de sus objetivos en materia de inflación y crecimiento de la producción.

11.2.1.5 El Tipo de cambio

El tipo de cambio se define como la cantidad de moneda extranjera que se puede obtener por unidad de moneda local. El mercado cambiario, por su parte, es aquel donde se llevan a cabo las transacciones que involucran operaciones con moneda extranjera. Existen básicamente tres mercados cambiarios en los que se fijan las respectivas paridades. El mercado "spot" de entrega inmediata (se dice de entrega inmediata, aunque en realidad la operación se consuma a 48 horas); el mercado adelantado o "forward" con divisas que se van a entregar a futuro; y el mercado de futuros, el cual implica un seguro contra la eventualidad de una depreciación cambiaria, que puede ocurrir antes de la entrega de divisas. También se le llama mercado de coberturas cambiarias.³¹

En cuanto a la determinación del tipo de cambio hay varias profundizaciones teóricas que se han desarrollado según la época, y sobre todo, según el patrón monetario de moda. A continuación haré un breve repaso por estas diversas teorías de la determinación del tipo de cambio.

El tipo de cambio en el patrón metálico, el cual se determinaba mediante la base monetaria, que como sabemos, dependía de la cantidad de metal precioso que tuviera el país en sus arcas. Esta teoría sugiere que dos países determinarían el tipo al que se cambian sus respectivas monedas, en base al nivel de las reservas de oro que cada país tenga.³²

También tenemos la teoría del Principio de Paridad del Poder Adquisitivo, que asegura que el tipo de cambio se fija en base al poder adquisitivo que cada moneda tiene en su país, es decir, que dada una canasta de bienes que se

³¹ Cf. Mansell, Catherine. "Las Nuevas Finanzas en México" Milenio, IMEF, ITAM, México, 1992. Cap. 1.

³² Ortiz Soto, O. *Op. Cit.* Cap. 5.

producen homogéneamente en dos países, el cociente del costo de la canasta, expresada en moneda de un país, nos indicará la cantidad de moneda de ese país que hay que pagar por adquirir una unidad de moneda del otro país. Esta teoría nos indica, además, que el valor del tipo de cambio variará según cambie el poder adquisitivo de cada moneda, esto principalmente se deberá al nivel de inflación.³¹

Existe otro principio para determinar el tipo de cambio, el de la balanza de pagos, que en esencia propone que las fluctuaciones en el valor externo del papel moneda, tiende a ser de tal naturaleza que iguala la oferta y la demanda de divisas extranjeras tanto para realizar transacciones de carácter comercial, como de carácter puramente financiero.³⁴

Por último, tenemos el enfoque monetario de la determinación del tipo de cambio, el cual asume que el tipo de cambio es el precio relativo de las monedas de los países involucrados. Para esto es necesario calcular el tipo de cambio real³⁵ y el tipo de cambio efectivo de cada país, para después compararlos.

II.2.2 LAS VARIABLES INSTRUMENTALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

Son los instrumentos de que dispone la autoridad monetaria para influir sobre las variables que conducen a la consecución de los objetivos generales de la política económica. Las variables instrumentales se dividen en ortodoxas o tradicionales y en no ortodoxas. Las primeras son: las operaciones de mercado abierto, la manipulación de la tasa de reserva o encaje legal y la manipulación de la tasa de redescuento.

³¹ *Ibidem.*

³⁴ Mansell, Catherine. *Op. Cit.* Cap.1.

³⁵ *Ibidem.*

II.2.2.1 VARIABLES INSTRUMENTALES ORTODOXAS.

II.2.2.1.1 Operaciones de Mercado Abierto

Consisten en la colocación (venta) y compra de valores gubernamentales en el mercado financiero por parte del banco central. Su acción se orienta tanto a la expansión como a la contracción de las reservas bancarias, así como a través de dichos cambios, a la fijación del nivel de la tasa de interés y de la oferta monetaria. Su acción afecta directamente a las reservas libres del sistema bancario, así como a los depósitos bancarios y saldos especulativos de empresas y personas.³⁶

Es tendencia general, a nivel mundial, la utilización de las operaciones de mercado abierto como el principal instrumento que permite fijar el monto de las reservas bancarias al nivel deseado.³⁷

Debe señalarse, sin embargo, que en muchas situaciones, las operaciones de mercado abierto no buscan efectos contraccionistas o expansionistas, sino que son utilizadas para compensar cambios en las reservas que tienen su origen en factores fuera del control directo del banco central. A este tipo de acciones se les conoce como "operaciones defensivas".

II.2.2.1.2 Manipulación de la Tasa de Reserva o Encaje Legal

La tasa de encaje legal es la proporción del monto de depósitos que el sistema bancario debe guardar en el banco central. Es un mecanismo que tuvo su origen en la función de prestamista de última instancia. Es común que estas tasas sean distintas para los diversos tipos de depósitos que captan los bancos

³⁶ Bangly, M. & Friedman, P. "Macroeconomics, Financial Markets and the International Sector" Richard D. Irwin, 1991. Cap. 5.

³⁷ Hall, R. & Taylor, J. "Macroeconomics" WW Norton & Company, 1991. Cap. 13.

y el banco central tiene atribuciones para aumentar o disminuir estas tasas en forma discrecional.³⁸

Es sencillo entender como la manipulación de esta tasa de encaje legal afecta directamente la oferta monetaria. El aumento en la tasa implica una disminución en el monto de reserva que el sistema bancario puede multiplicar, mientras que una disminución del coeficiente de encaje legal aumenta las reservas sujetas al efecto multiplicador. Los efectos del primer caso son de disminuir directamente la oferta monetaria e indirectamente aumentar la tasa de interés y contraer el crédito, mientras que lo segundo implica el aumento de la oferta monetaria, la disminución de la tasa de interés y el aumento del crédito.

II.2.2.1.3 Manipulación de la Tasa de Redescuento

La tasa de redescuento establece el costo que tiene para el sistema bancario el obtener financiamiento del banco central. En la actualidad el mecanismo de redescuento es el proceso por medio del cual el sistema bancario obtiene reservas del banco central, siendo la tasa de redescuento el porcentaje que dicho banco cobra por proporcionarlas.³⁹

II.2.2.2 LAS VARIABLES INSTRUMENTALES NO ORTODOXAS

Las variables instrumentales no ortodoxas de la política monetaria son llamadas así, por que su utilización puede ser riesgosa, debido a los efectos colaterales que pueden tener sobre el conjunto de la economía y por que no comprenden ninguna de las variables antes señaladas, es decir, las operaciones de mercado abierto, y la manipulación de las tasas de encaje legal y de redescuento. Las variables instrumentales no ortodoxas de la política monetaria son las siguientes:

³⁸ *Ibidem.*

³⁹ Ortiz Soto, O. *Op. Cit.* Cap. 7.

II.2.2.2.1 Manipulación Directa de la Tasa de Interés

Tradicionalmente, la tasa de interés es una variable intermedia de política monetaria, cuya orientación se logra a través de los instrumentos ortodoxos, que actúan sobre las reservas bancarias, sobre la oferta monetaria y finalmente sobre la tasa de interés.

Normalmente, la autoridad debe mover dichos instrumentos ortodoxos y esperar que la tasa de interés se ajuste a los nuevos niveles de reservas y oferta monetaria. Sin embargo, puede que una situación requiera un cambio de dirección urgente de la tasa de interés, que haga necesario que la propia autoridad fije la tasa deseada, y dejar que las reservas y la oferta monetaria se ajusten al nuevo nivel de la tasa. Con esta medida, la tasa de interés se convierte en una variable instrumental, en sustitución de las variables tradicionales. Lo anterior es posible debido a la importancia de la autoridad monetaria como colocador de bonos, ya que es común que la tasas que pagan estos instrumentos sean las líderes en el mercado.

II.2.2.2.2 Control Selectivo del Crédito

Es un mecanismo a través del cual la autoridad monetaria influye en el destino o estructura del crédito otorgado por el sistema financiero. Su objetivo es garantizar que las actividades económicas que se consideran prioritarias cuenten con un flujo adecuado de recursos financieros, a tasas competitivas y plazos cómodos.⁴⁰

Opera a través de dos opciones: tasas de redescuento discriminatorias y "cajones" o composición de la cartera de deudores del sistema financiero. La primera alternativa funciona fijando tasas bajas para operación de redescuento amparadas por documentos que respaldan el otorgamiento de créditos a actividades prioritarias.⁴¹

⁴⁰ *Ibidem.*

⁴¹ *Ibidem.*

Por su parte, el sistema de “cajones” opera estableciendo porcentajes en la cartera de deudores de los intermediarios, que deben destinarse a cierto sector prioritario. Dichas proporciones las establece el Banco Central para cada banco o intermediario, supervisando en forma recurrente, que esté siendo cumplida esta cartera.⁴²

II.2.2.2.3 Formas de Financiamiento del Déficit Público

La deuda pública y las distintas formas de financiarla pueden ser consideradas como instrumentos no ortodoxos de la política monetaria, debido a que influyen sobre las variables intermedias y las variables objetivo de la política monetaria.

Las opciones que existen en manos de la autoridad para financiar la deuda son las siguientes:

- a) Mediante la colocación de valores emitidos por el gobierno y las empresas públicas en el mercado financiero.
- b) Mediante préstamos directos del sistema bancario al gobierno y a las empresas públicas.
- c) Mediante créditos del banco central otorgados con cargo al fondo de encaje legal.
- d) Mediante créditos del banco central con cargo a las reservas de nueva creación.
- e) Mediante la contratación de crédito externo.

II.2.2.2.4 Política Cambiaria

Consiste en el conjunto de acciones que implementa la autoridad monetaria con el fin de fijar o administrar la paridad del tipo de cambio. Básicamente existen cuatro tipos de política cambiaria:⁴³

⁴² Ibidem.

⁴³ Para esta sección Cf. Bishop, Paul & Dixon, Don. “Foreign Exchange Handbook” Mc Graw-Hill. 1992. Cap. 7. y Mansell, Catherine. Op. Cit. Cap 1.

Tipo de cambio fijo. La forma en que la autoridad monetaria logra la estabilidad del tipo de cambio es a través de la intervención directa del Banco Central en el mercado de divisas.

Tipo de cambio fluctuante. El banco central no interviene en el mercado cambiario para sostener el tipo de cambio. En consecuencia, son las fuerzas de la oferta y la demanda de divisas las que se encargan de determinar el mismo.

Flotación controlada. Es una opción de política cambiaria que se caracteriza por la instrumentación de minidevaluaciones y minirevaluaciones entre monedas que generalmente pertenecen a una misma zona económica y que no se salen de una banda preestablecida.

Desliz cambiario. Consiste en el establecimiento de un porcentaje o monto de minidevaluación diaria, que la autoridad anuncia públicamente. Su objetivo es evitar que se sobrevalúe excesivamente el tipo de cambio oficial, cuando la inflación interna no puede ajustarse a la inflación externa o de los principales socios comerciales.

II.2.2.2.5 Control de Cambios

Existe un instrumento adicional de política monetaria orientada a influir sobre el tipo de cambio como variable intermedia: el control de cambios. Se entiende por control de cambios el conjunto de disposiciones que dictan las autoridades monetarias, mediante las cuales se prohíbe o limita la adquisición de divisas para ciertos fines, actuando al efecto sobre las operaciones mismas de compraventa de moneda extranjera.⁴⁴

El control de cambios implica la intervención de la autoridad en la regulación de las operaciones buscando influir sobre la cantidad y calidad de las operaciones mismas. Debe aceptarse, sin embargo, que el control de cambios regula las operaciones a fin de apoyar a alguna modalidad de política

⁴⁴ Ortiz Soto, O. *Op. Cit.* Cap. 7.

cambiaría, generalmente a la de cambios fijos o al desliz. Con el control de cambios se pretende optimizar las operaciones con divisas y con ello darle grados de libertad al banco central en su participación dentro del mercado cambiario. Un país puede optar por tres opciones en cuanto al manejo de su mercado cambiario:⁴⁵

Libre cambio irrestricto de divisas. Implica la ausencia completa de control sobre las operaciones cambiarias. Los agentes económicos pueden comprar y vender divisas sin restricciones cuantitativas, cualitativas o legales. No implica, sin embargo, que la autoridad se desentienda de las operaciones del mercado, dado que la no regulación generalmente es acompañada por un seguimiento de operaciones. En esta forma, la autoridad conoce, en términos generales, el origen y el destino de las divisas que se operan en el mercado, así como identifica a los principales operantes.

Control de cambios Integral. Consiste en un sistema en el que la autoridad monetaria tiene (teóricamente), el control de todas las operaciones de compraventa de divisas que se realizan en el país. El objetivo fundamental del control de cambios integral es la imposición de restricciones y condicionamientos a la compra de divisas, a fin de racionar y optimizar su utilización, fomentando las importaciones prioritarias a bajo costo, así como evitar la especulación contra el tipo de cambio y la fuga de capitales.

Control de cambios dual. Consiste en la creación de dos mercados cambiarios, uno controlado y el otro libre, que coexisten simultáneamente. Esta modalidad de control se apoya en la instrumentación de una política cambiaria también dual, que implica la coexistencia de dos tipos de cambio, uno que se denomina "controlado" y el otro "libre". Es común que el tipo de cambio "controlado" esté sujeto a una política de desliz cambiario, al tiempo que el "libre" a una política de cambio fijo o de flotación libre o de flotación controlada, siendo el tipo "libre" más caro que el "controlado". El mercado controlado se nutre con las divisas que proceden de operaciones de fácil seguimiento, como lo son las exportaciones de materias primas básicas como petróleo, cuyos precios son internacionales, permitiendo a la autoridad un

⁴⁵ Ibidem.

control más eficaz de las entradas de divisas con dicho origen. Otra fuente de divisas que nutre este mercado son los créditos y transferencias de capital a favor del gobierno y las entidades paraestatales. El mercado libre opera con las divisas obtenidas en el resto de las transacciones.

II.2.3 VARIABLES INSTRUMENTALES DE APOYO DE LA POLÍTICA MONETARIA

Consisten en todos los controles que de manera adicional a todo lo arriba mencionado, ejerce o impone la autoridad monetaria en las instituciones financieras, a través de las cuales se refuerzan las acciones de política monetaria. Las más comunes son: el control sobre el crecimiento de los pasivos de la banca y la determinación del nivel de capitalización de las instituciones financieras.

II.3 EL MODELO DE LA CURVA DE PHILLIPS Y LA POLÍTICA MONETARIA.

En esta sección presento el modelo económico llamado *La Curva de Phillips*. La curva de Phillips, es denominada así en honor a A. W. Phillips, ya que fue el primero en estimar el tipo de relación existente entre la inflación y el desempleo, es una curva que nos muestra los niveles de desocupación, desempleo, o desviación del PNB con respecto a su nivel potencial, por un lado; y por otro, los niveles de la inflación. Es un arreglo útil, puesto que permite observar la correlación entre estas dos variables objetivo de la política económica.

Hemos decidido tomar este modelo como marco teórico para analizar las medidas de política monetaria que toma el gobierno, debido a que en el mundo actual en que vivimos, el paro y la inflación son dos de los problemas capitales a resolver por las economías de mercado. Este instrumento nos permitirá estudiar ese fenómeno para el caso de México, y así mismo, sugerir medidas de política monetaria que debe asumir el banco central para conducir en la dirección adecuada la actividad económica⁴⁶.

⁴⁶ Es bien sabido que este modelo teórico fue una novedad y despertó gran inquietud en los años setentas. Pudiera pensarse, entonces, que es "anticuado" recurrir a esta herramienta para analizar un caso específico, como se hace en este trabajo.

También hay que agregar que este modelo fue ideado para economías industrializadas, para países de primer mundo, y no para una economía con la estructura propia del subdesarrollo como lo es la mexicana.

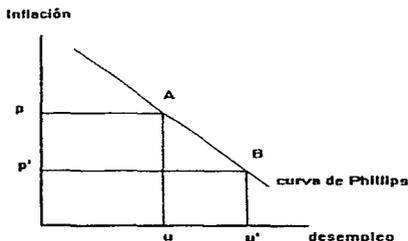
Además las limitaciones inherentes que todo modelo teórico tiene, parecen acentuarse más en la *Curva de Phillips*, pues es difícil obtener conclusiones "tajantes" y aseverar que el desempleo es un problema que se resuelve cuando aumenta la inflación, y viceversa.

Sin embargo, aun los teóricos de las expectativas racionales (Thomas Sargent), que han criticado la concepción de una *Curva de Phillips* de corto plazo, y que sostienen que es posible imaginar una reducción de la inflación sin causar ninguna recesión, son concientes de lo remoto que resulta esa posibilidad, ya que hay dos requisitos para lograr una desinflación "indolora": Primero, que el plan para reducir la inflación debe anunciarse antes de que se formen las expectativas. Segundo, las personas que se encargan de fijar los salarios y precios deben creer en el anuncio; de lo contrario, sus expectativas sobre la inflación no disminuirán. Si se cumple con ambos requisitos, el anuncio inmediatamente desplazará en forma descendente el *trade-off* de corto plazo entre inflación y desempleo, permitiendo obtener una tasa de inflación más baja sin provocar un aumento del desempleo.

Desafortunadamente, es frecuentemente difícil anticipar si el público considerará creíble el anuncio de una nueva política monetaria. La credibilidad de una política antiinflacionaria es, por lo tanto, un determinante de

Primeramente mostraré las distintas formas de representar la curva de Phillips. Una vez que conozcamos esas representaciones gráficas, pasaremos al análisis de la política monetaria que puede implementar la autoridad para fijar los niveles de inflación y empleo en la economía.

Como se mencionó, existen varias versiones de la curva de Phillips. La que podemos llamar de "original", por ser como la concibió Phillips, es la que muestra una relación inversa entre los niveles de inflación y de desempleo, y tiene, por tanto, pendiente negativa, tal como se muestra en el siguiente gráfico:



Gráfica 1: Curva de Phillips "original"

cuan costoso será su implementación. (Véase Mankiw, Gregory. "Macroeconomía" Macchi, Argentina, 1995 p. 386 - 389).

Además, hay que reconocer que en "ausencia de impactos de oferta, los cambios en la demanda agregada son la causa principal de las variaciones en el PIB *real* (subrayado y cursivas mios) y en la inflación... Además, un nivel de PIB real por encima del nivel natural del PIB real, no puede ser sostenido permanentemente sin una continua aceleración de la inflación, y el desafortunado corolario que sigue a este hecho es que una reducción de la inflación no puede ser alcanzada por políticas de demanda agregada sin también involucrar un período de recesión transitoria." (Gordon, Robert. "Macroeconomics" Iberoamericana, México, 1983 p. 219.).

A lo antes dicho hay que agregar que cualquier incremento de la demanda agregada aumenta el PIB nominal, incluyendo aumentos en la oferta monetaria nominal, mayores gasto gubernamentales reales, menores impuestos autónomos e incrementos en la confianza de las empresas y los consumidores. De este modo, cualquier incremento sostenido de la tasa de crecimiento del PIB nominal aumenta la tasa de inflación. Por lo que la idea central que el modelo de la *Curva de Phillips* sostiene, que para controlar la inflación es necesario una recesión, ha sido, sigue siendo y seguirá siendo válida, en tanto exista la organización social de mercado.

Como podemos apreciar, este gráfico señala que cuando la tasa de inflación se reduce, el desempleo aumenta. Esto es particularmente cierto cuando es visto desde el lado de la oferta, ya que la disminución de los precios (cambio del punto A a B en el gráfico) desestimula la oferta y con ello se demanda menor cantidad de factores productivos (cambio de U a U'), lo que redundará en una reducción del producto y del empleo. Análogamente, un aumento en los precios repercute positivamente en la producción y la ocupación de los recursos.

Esta es la relación que encontró Phillips al estudiar el aumento de los salarios y su efecto sobre los niveles de ocupación con datos de la Gran Bretaña. El lector podría preguntar por qué entonces no se grafica en el eje de las ordenadas la tasa de incremento salarial en vez de la inflación. Como sabemos, los salarios son un componente de alto peso específico en los costos de producción; cuando éstos aumentan, aumentan también los costos y con ello el precio de los bienes terminados. Es por esa razón que podemos extender el análisis, cosa que también hizo Phillips, al nivel de precios general, y no considerar solamente los salarios.

Otra forma de representar la Curva de Phillips es la de graficar la inflación y, en lugar del desempleo, la desviación que exista del producto obtenido u observado respecto a su nivel potencial, con lo que la curva resultante es de pendiente positiva, como se muestra en el gráfico 2. En el punto A hay una situación inicial (o "ideal" dependiendo del valor del origen) en donde no hay inflación, (en este caso el origen es cero), ni tampoco desempleo, ya que el producto obtenido es igual al potencial (punto U_0). En la medida que el producto observado es mayor que el potencial⁴⁷, lo que equivale a movernos hacia niveles más altos de ocupación (U_0 a U_2), el nivel de precios aumenta (0 a P_2) lo que nos coloca en el punto C de la curva de Phillips. Del mismo modo, si el nivel de empleo es bajo y se aleja del nivel potencial (U_0 a U_1), entonces los precios tienden a la baja (0 a P_1) y nos situamos en el punto B del gráfico.

⁴⁷ El producto potencial es la producción que se obtendría con un *alto nivel* de ocupación. Entendemos por alto nivel de ocupación no al "pleno empleo" en sí, sino que la tasa existente de desempleo es de naturaleza estacional o friccional, es decir, trabajadores temporales, personas que apenas ingresan o reingresan a la fuerza laboral o trabajadores cuyo empleo tiene una frecuencia estacional. Entonces, el producto observado o efectivo puede llegar a ser mayor al potencial, no por que haya una sobre ocupación de recursos, lo que podría entenderse como que se utilizan recursos adicionales a los ya existentes en la economía.

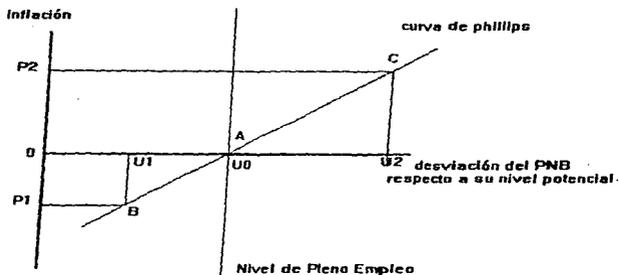


Gráfico 2 : Curva de Phillips con pendiente positiva

Lo anterior se puede representar algebraicamente mediante la siguiente expresión:

$$P = A \frac{Y_0 - Y^*}{Y^*} ;$$

donde P es la tasa de inflación, $Y_0 - Y^*/ Y^*$ es la desviación del PNB obtenido respecto al potencial, y A es un coeficiente que indica el signo (sabemos que es positivo en este caso) y el grado de la relación entre los dos términos antes señalados.

Una versión algo más aderezada de la misma curva de Phillips es la que considera las expectativas del público sobre el comportamiento de los precios. A esta curva se le considera de *largo plazo* mientras que las dos anteriores son consideradas de *corto plazo*.

En esta curva de largo plazo interviene un concepto llamado *tasa natural de desempleo*, que a grandes rasgos significa, que en "toda la economía existe un nivel de equilibrio de la producción y una tasa de desempleo correspondiente,

determinada por la oferta de factores de producción, la tecnología y las instituciones de la economía (es decir, determinados por factores reales)⁴⁸, algo parecido al nivel de alto empleo que ilustramos arriba.

En el gráfico 3 mostramos la curva de Phillips de largo plazo. La economía parte del nivel de inflación cero y del nivel de desempleo U0 (punto A). Si suponemos que se desea reducir ese nivel de desempleo (a U1 por ejemplo), entonces la inflación se incrementa en un 2%, colocándonos ahora en el punto B, sobre la curva de Phillips que no considera la expectativa del público sobre el comportamiento de los precios. Ahora, como en el pasado se registró una inflación de 2%, el público espera que en el futuro los precios se muevan al alza en ese porcentaje por lo menos. Lo anterior obliga a la autoridad económica a reducir el nivel de actividad económica para evitar presiones inflacionarias, repercutiendo sobre el crecimiento de la economía, lo que aumenta el desempleo (regresamos al punto U0).

Lo diferente consiste en que ahora los precios no se reducen y permanecen en un nivel del 2% por ciento, ya que ahora se han incorporado las expectativas inflacionarias del público, las cuales no permiten que opere el mecanismo de corto plazo (punto C). Sobre este punto podemos trazar una nueva curva de Phillips de corto plazo ahora con una inflación esperada de 2%. Este mecanismo podemos repetirlo varias veces, suponiendo que son los intentos del gobierno por, en un primer momento, incrementar los niveles de empleo, y luego, por contrarrestar la inflación que se acumula en cada intento mencionado, y el resultado será, por consiguiente, que podremos trazar tantas curvas de corto plazo como queramos, con la inflación esperada correspondiente. La curva de Phillips de largo plazo, entonces, no es más que la unión de todos los puntos a lo largo del nivel de la tasa natural de desempleo U0.

⁴⁸ Froyen, R. T. "Macroeconomía. Teorías y Políticas." Mc Graw-Hill. México, 1995. Pág. 310.

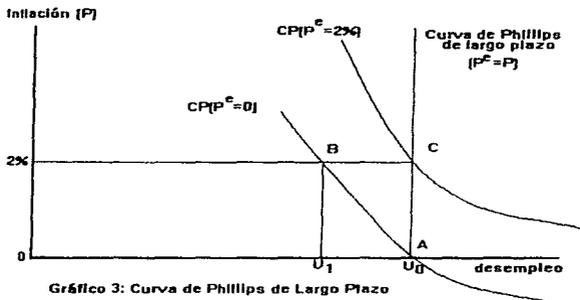


Gráfico 3: Curva de Phillips de Largo Plazo

En las explicaciones anteriores nos hemos limitado a ilustrar la relación positiva que existe entre la inflación y los niveles de desviación del PNB observado respecto al potencial; o negativa si se relaciona la inflación con contra el desempleo. Sin embargo, no hemos dicho nada acerca de lo que origina la inflación.

Sabemos que ésta es consecuencia del aceleramiento de la actividad económica buscando aumentar el empleo, pero en esa búsqueda, el gobierno puede emplear varios instrumentos de política económica. Como vimos en los primeros apartados de este capítulo, el gestor de política económica tiene que mover sus variables intermedias para orientar las objetivo hacia la posición deseada. En el caso del modelo de curva de Phillips, las variables objetivo son el empleo y la inflación. Para dirigir estas variables a la posición correcta, debe mover variables intermedias como podrían ser la demanda agregada, la oferta agregada, el consumo, la inversión, el ahorro, entre otras; y para mover cualquiera de las antes mencionadas, debe utilizar las variables instrumentales de política fiscal o de política monetaria: nivel de impuestos y gasto público; operaciones de mercado abierto, manipulación de la tasa de encaje encaje,

manipulación de la tasa de redescuento, fijar la tasa de interés, y todas las mencionadas en la sección II.2.2.1 de este capítulo.

Para nuestro modelo, la autoridad económica toma como variables instrumentales las de la política monetaria. En tanto son buscados aumentos en el nivel de empleo, se requiere una política monetaria expansiva, que se concreta a través del incremento de la cantidad de dinero que circula en la economía. Este incremento del dinero, en la medida que la producción no crezca o crezca por debajo de dicho incremento monetario, repercute directamente sobre el nivel de precios. Para que efectivamente haya inflación como consecuencia del incremento de la cantidad de dinero, este incremento debe ser mayor en todo momento al de la producción.

Por el contrario, si se desea frenar la economía para evitar que surjan brotes inflacionarios, entonces el banco central debe implementar una política monetaria "contraccionista" que permita la estabilidad en el nivel de precios. Sin embargo, lo que comienza como un *trade-off* entre inflación y desempleo, termina por volverse un *trade-off* entre crecimiento de la economía o estabilidad de la moneda. Esta disyuntiva es la que desarrollaré a lo largo del último capítulo de esta tesis, ya que a mi juicio, este *trade-off* es el que enfrenta la economía mexicana, y como podemos ver, la política monetaria es el centro de la polémica.

Hasta aquí llega la primera parte de este trabajo, la cual estuvo dedicada a la política económica, a la política monetaria, y al modelo que servirá de marco teórico a nuestro análisis. Ahora estamos en condiciones de aplicar los conceptos señalados en el estudio del Banco de México y de la política monetaria que ha implementado este Instituto Emisor en nuestro país.

FALTA PAGINA

No. 42

Segunda Parte

**El Banco Central
y la Política Monetaria en México**

CAPITULO III

EL BANCO DE MÉXICO

"Asistimos a un reordenamiento del sistema económico y financiero mundial, en el que la banca central tiene un importante papel que desempeñar. Es un momento oportuno para pasar revista a la actuación de los bancos centrales de países desarrollados y en desarrollo desde los orígenes de estas instituciones."

Leo Bendesky.

"El Papel de la Banca Central en la Actualidad" Pág.i.

En este capítulo haremos referencia al Banco de México (Banxico), que es el Banco Central de nuestro país. El capítulo comienza con el concepto de Banco Central dado por la Ley del Banco de México y continúa con una breve reseña histórica acerca de su surgimiento y constitución. Después, pasamos a estudiar la forma en que actualmente está organizado nuestro Instituto Emisor, la forma en que se gobierna y se administra (sección III.3); su autonomía y su relación con el gobierno (sección III.4); así como lo referente a las disposiciones de orden legal que enmarcan la práctica de la política monetaria del país (III.5)

III.1 DEFINICIÓN

La Ley del Banco de México¹ en su artículo primero señala que el Banco Central será persona de derecho público con carácter autónomo y se denominará Banco de México². Al igual que cualquier otro banco central del

¹ Publicada en el Diario Oficial de la Federación el 23 de diciembre de 1993.

² Ley del Banco de México, art. 1°.

mundo, el Banco de México tiene a su cargo la conducción de la política monetaria y debe procurar el sano desarrollo del sistema financiero del país, así como vigilar el valor de la moneda. En particular, la mencionada Ley refiere la finalidad y las funciones del Banco de México: " El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos."³

En cuanto a sus funciones, se estipula que el Banco de México deberá 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 y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales; y, operar con los organismos anteriores, con otros bancos centrales y con otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera.⁴

Más adelante volveremos sobre este punto de análisis de las funciones del banco central. Por ahora lo arriba mencionado es suficiente para tener una idea clara de la definición del banco de México. A continuación haremos un breve recorrido histórico por la evolución de que ha sido objeto nuestro banco central.

III.2 SURGIMIENTO DEL BANCO DE MÉXICO

El Banco de México fue constituido por Ley el 28 de agosto de 1925.⁵ Sin embargo, su funcionamiento como banco central estuvo restringido, antes y después de esa fecha, por múltiples aspectos de la vida económica de nuestro país.

³ Ley del Banco de México, art. 2°.

⁴ Ley del Banco de México, art. 3°.

⁵ Koch, M. H. *Op. Cit.* Pág. 369.

Su antecedente inmediato fue la Comisión Monetaria S.A., reorganizada a fines de 1924. Dicha Comisión tenía por objetivos principales regular la circulación monetaria, hacer operaciones de banca en los términos de la Ley de Instituciones de Crédito, y encargarse del servicio de tesorería del gobierno, del servicio de la deuda pública y ser el agente financiero del gobierno en el extranjero⁶. A continuación haremos una breve reseña de las circunstancias que envolvieron la creación de nuestro banco central.

Las circunstancias que determinaron el nacimiento del Banco de México, derivan fundamentalmente de los siguientes aspectos. En primer lugar, la Revolución había desorganizado el sistema monetario que existía en el país desde el año 1905. Con el colapso de los antiguos bancos de emisión, cuyos billetes eran de circulación voluntaria, y las numerosas emisiones de billetes, bonos y vales, que sin garantía efectiva habían sido lanzados por los bandos contendientes, y la conmoción en los precios que éstas emisiones produjeron, así como la gran cantidad de abusos a que dieron lugar, dió origen a una insuperable desconfianza en el público para toda clase de papel moneda. Sólo la moneda metálica era aceptada plenamente; pero ésta, o se guardaba cuidadosamente, o se exportaba del país, pues los altos precios que el metal blanco venía obteniendo en los mercados internacionales hacía costear su fundición y determinaba una constante fuga del peso de plata⁷.

A mediados de 1916 el gobierno constitucionalista hizo un esfuerzo para resolver el problema y autorizó la emisión de 500 millones de pesos en billetes llamados "infalsificables", con una garantía de 20% oro de su valor nominal, pero ese billete siguió la misma suerte que las emisiones anteriores, y las monedas metálicas volvieron a la circulación cuando el "infalsificable" fue desmonetizado en abril de 1917, y desde entonces el problema monetario se caracterizó por la escasez del medio circulante y la rigidez del sistema. Otra causa que motivó la creación del Banco de México fue la desaparición completa del sistema bancario, que tuvo como principales consecuencias la eliminación de toda forma de crédito, y que los pocos bancos extranjeros que empezaban a establecer sus sucursales en el país acapararon los mejores negocios, debido a que podía ofrecer tasas de interés más atractivas.⁸

⁶ Ibidem.

⁷ Ibidem.

⁸ Ibidem. Págs. 369 - 372.

Ese era el panorama que prevalecía en el sistema bancario cuando se decidió la creación del Banco de México en 1925. Al banco central se le señalaron como objetivos inmediatos emitir billetes; regular la circulación monetaria de la República, los cambios con el exterior y la tasa de interés; redescantar documentos de carácter genuinamente mercantil; encargarse del servicio de tesorería del Gobierno Federal, y efectuar transitoriamente las operaciones bancarias que correspondían a los bancos de depósito y descuento. Sin embargo, en sus primeros años, el Banco de México se limitó a operar como un simple banco comercial, que buscaba reeducar al público en las prácticas del crédito bancario. No obstante, su labor hasta 1931 dio como resultado práctico el establecimiento de las bases del sistema bancario del país y una reducción considerable del tipo de interés.⁹

La Ley del 25 de julio de 1931, que modificó la Constitutiva del Banco para ponerla en concordancia con la Ley Monetaria de la misma fecha, que suprimió el patrón oro, debe considerarse como el primer paso para la transformación efectiva del Banco de México en un banco central. Destacan dos medidas en esa transformación. Primeramente, se restringieron las operaciones directas con el público o instituciones no asociadas al Banco. En segundo lugar, se estableció un régimen transitorio de redescuento para ser aplicado a todos los bancos del país, siempre y cuando mantuvieran en el Banco de México una cantidad equivalente al 50% de sus depósitos, mientras que a los bancos no asociados, se les aplicó una tasa de descuento superior en un punto a la establecida para las instituciones asociadas. Con la medida anterior se buscaba convertir al Banco de México en banco de bancos y prestamista de última instancia. En otra reforma a la Ley del Banco de México, hecha en agosto de 1936, se consolidan las funciones arriba señaladas, más aparte la de único emisor, lo que le da un carácter formal de banco central, ya que se convierte en el eje del sistema bancario.¹⁰

A partir de 1936, han habido múltiples reformas a la Ley del Banco de México, la más reciente es la 1993, que propuso, entre otras cosas, la autonomía del Banco respecto del Gobierno Federal. Más adelante, en este mismo capítulo, tocaremos algunos artículos de esta nueva Ley, que circunscribe la actuación del Banco de México en la vida económica de nuestro país.

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem. Págs. 372 - 375.

III.3 ADMINISTRACIÓN, ORGANIZACIÓN Y GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO

En esta sección mencionaremos algunos aspectos de la forma en que se administra, organiza y gobierna el Banco de México.

El ejercicio de las funciones y administración del Banco de México se encomiendan, en el ámbito de sus respectivas competencias, a una Junta de Gobierno y a un Gobernador.¹¹

La Junta se integra por cinco miembros: un Gobernador y cuatro Subgobernadores¹², designados de acuerdo al procedimiento que se establece en la Constitución. El Ejecutivo Federal nombrará al Gobernador del Banco de México de entre cinco miembros de la Junta de Gobierno, la cual estará presidida por el mencionado Gobernador.¹³ Con el propósito de lograr un elevado nivel técnico y profesional de los integrantes de la Junta de Gobierno, se establecen una serie de requisitos que se deberán cumplir para ser designados como miembros de dicha Junta.¹⁴

Las principales facultades de la Junta de Gobierno son determinar las características de los billetes, y proponer a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, las composiciones metálicas de las monedas; autorizar las órdenes de acuñación de moneda y de fabricación de billetes; resolver sobre la desmonetización de billetes y los procedimientos para la inutilización y destrucción de moneda; resolver sobre el otorgamiento del crédito al Gobierno Federal; fijar las políticas y criterios conforme a los cuales el Banco de México realizará sus operaciones, pudiendo incluso señalar las características que éstas deberán tener; autorizar las emisiones de bonos de regulación monetaria y fijar las características de estos; aprobar los estados

¹¹ Ley del Banco de México, art. 38

¹² " El cargo de Gobernador durará seis años y el de Subgobernador será de ocho años. El periodo del Gobernador comenzará el primero de enero del cuarto año calendario del periodo correspondiente al Presidente de la República. Los periodos de los Subgobernadores serán escalonados, sucediéndose cada dos años e iniciándose el primero de enero del primer, tercer y quinto año del periodo del Ejecutivo Federal. Las personas que ocupen esos cargos podrán ser designadas miembros de la Junta de Gobierno más de una vez ".
Ley del banco de México, art. 40.

¹³ Ibidem.

¹⁴ Cfr. Ortiz, Guillermo. *"La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria. Una Visión de la Modernización de México"*. Pág. 132. Y Ley del Banco de México, art. 39.

financieros correspondientes a cada ejercicio, así como los estados de cuenta consolidados mensuales; también dictará las políticas a las que deba ajustarse el propio Banco de México en el ejercicio de las facultades normativas que le competen, con excepción de las relativas a la materia cambiaria que serán asignadas a una Comisión de Cambios; entre otras facultades.¹⁵

Por su parte el Gobernador del Banco de México, sin perjuicio de las atribuciones de la Junta de Gobierno, tiene a su cargo la administración, la representación legal y el ejercicio de las funciones del Banco de México; ejecutar los acuerdos de la Junta de Gobierno y de la Comisión de Cambios; actuar con el carácter de apoderado y delegado fiduciario; ser el enlace entre el Banco y la Administración Pública Federal; ser el vocero del Banco; entre otras facultades.¹⁶

En cuanto a la movilidad de los miembros de la Junta de Gobierno y del Gobernador mismo, la Constitución señala que las personas encargadas de la conducción del Banco de México sólo podrán ser removidas por causa grave. El procedimiento de remoción es muy estricto e intervienen el Presidente de la República, la Junta de Gobierno y el Senado de la República¹⁷.

En lo tocante a las remuneraciones de la Junta de Gobierno, se ha establecido que dichas remuneraciones sean fijadas por un Comité integrado por el presidente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y dos personas de reconocida experiencia en el mercado laboral bancario que designe el Secretario de Hacienda¹⁸.

¹⁵ Ley del Banco de México, art. 46

¹⁶ Ley del Banco de México, art. 47.

¹⁷ Ortiz, Guillermo. *Op. Cit.* Págs. 133 - 134.

¹⁸ *Ibidem.*

III. 4 AUTONOMÍA Y RELACIÓN CON EL GOBIERNO DEL BANCO DE MÉXICO

En un día del hermoso mes de mayo, el día 17 para ser exactos, del año 1993, el entonces presidente de la República Carlos Salinas de Gortari envió al Congreso de la Unión la iniciativa de reforma constitucional para consignar la plena autonomía del Banco de México. La iniciativa presidencial propuso reformas a tres artículos de nuestra Constitución: 28, 73 y 123. La razón principal de esta propuesta fue la de consolidar y preservar la estabilidad en la variable objetivo del nivel de precios. La autonomía de la institución ocupa tres aspectos fundamentales. El primero se refiere a la libertad del Banco de México para determinar el monto y manejo de su propio crédito. En segundo lugar se encuentran las disposiciones encaminadas a proveer un alto grado de independencia a las personas que integren el órgano de gobierno de la institución. Finalmente considera lo relacionado en cuanto a la administración de la propia institución¹⁹.

Después de las modificaciones a nuestra Carta Magna, fue necesario que el Ejecutivo Federal sometiera a consideración del Congreso una nueva Ley Orgánica del Banco de México. En la nueva Ley quedan plasmadas las finalidades del Banco de México y las facultades de que dispondrá para su consecución, así como los preceptos necesarios para poner en práctica los elementos esenciales de su autonomía. Esta Ley Orgánica que rige al instituto emisor señala como finalidad primordial del mismo proveer a la economía mexicana de moneda de curso legal. Asimismo, la Ley Reglamentaria del artículo 28 constitucional reitera lo ya contemplado por esa disposición suprema: "el Banco de México, en la consecución de su fin primordial, deberá procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda." Del mismo modo, se mencionan como finalidades adicionales la de promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago²⁰.

¹⁹ Ibidem. Págs. 121-130.

²⁰ Aquí remitimos la lector a la sección primera de este capítulo donde abordamos el tema de las funciones del Banco de México. Ahí es posible observar disposiciones de orden legal tendientes a fortalecer la autonomía del banco central.

Es importante destacar que para mantener abierta la relación institucional indispensable entre el gobierno y el Banco de México, se estipula en la Ley que rige al Instituto, que tanto el Secretario como el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, serán invitados a todas las sesiones de la Junta de Gobierno y podrán convocar a tales reuniones, así como proponer asuntos para que sean tratados en la misma²¹.

Lo anterior significa que pese a que el Banco de México mantiene su autonomía de gestión, debe contar con la aprobación de la Secretaría de Hacienda para llevar a cabo la política monetaria del país. Sin embargo, esto no quiere decir que la autonomía esté limitada o que no exista; más bien se trata de un concepto de "autonomía" con cooperación, ya que no es posible tener objetivos encontrados en la política monetaria y fiscal, puesto que la estrategia económica es una sólo. En el caso de México en particular, el banco central es autónomo de *jure* pero no de *facto*, es decir, que si bien en la letra de la Ley se estipula su autonomía, es difícil que ésta se lleve a cabo en la práctica, ya que en México, existe un arrigado presidencialismo, que hace que los demás poderes de la Federación (Legislativo y Judicial), así como otras Instituciones que no dependen del Ejecutivo, se sometan a él por propia voluntad, pues la Ley no los obliga a ello. El caso del Banco de México y su actuación en la crisis financiera de 1994 que acabó por arrastrar a toda la economía, es un claro ejemplo, como veremos en el siguiente capítulo, de lo arriba citado.

III.5 DISPOSICIONES DE ORDEN LEGAL EN LA APLICACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE MÉXICO.

Antes de entrar en materia en esta sección, es bueno recordar que el marco jurídico que rige la actuación del Banco de México es la Ley del Banco de México, texto que ya hemos citado en varias ocasiones a largo de este capítulo. Actualmente, esta ley se conoce como "ley de diciembre de 1993", ya que fue en esa fecha cuando se publicó, aunque entró en vigor el 1º de abril de 1994, con excepción de lo señalado por el segundo párrafo del artículo

²¹ Ortiz, Guillermo. Op. Cit. Pág. 138.

primero transitorio, del artículo tercero y décimo tercero también de orden transitorio, los cuales iniciaron su vigencia al día siguiente de la publicación de la Ley en el Diario Oficial de la Federación.

Esta ley se compone de siete capítulos que comprenden 68 artículos. El capítulo primero se refiere a la naturaleza, las finalidades y las funciones del Banco de México, cuyos artículos hemos citado textualmente en la sección III.1 de este capítulo de la tesis. En su capítulo segundo se define lo referente a la emisión y la circulación monetaria; el capítulo tercero hace lo propio en cuanto a las operaciones que podrá llevar a cabo el banco central. El capítulo cuarto define la reserva internacional y el régimen cambiario. Por su parte los capítulos quinto y sexto se refieren a la expedición de normas y sanciones, y al gobierno y la vigilancia del Banco de México, respectivamente; mientras que el capítulo séptimo contiene las disposiciones generales.

Dentro de este marco jurídico el banco central de nuestro país desempeña sus diversas actividades y funciones. A continuación pasaremos una breve revisión sobre los aspectos legales que delimitan la aplicación de la política monetaria por parte del Banco de México.

Podemos distinguir tres aspectos fundamentales de la aplicación de la política monetaria en nuestro país por parte del Banco de México, los cuales tienen como respaldo un conjunto de disposiciones legales, esto con el fin, de una mejor aplicación de su autonomía.²²

El primer punto a tratar es lo relacionado con el crédito interno del Banco de México. Como sabemos el Banco de México puede otorgar crédito al gobierno de la República y a las instituciones de bancarias del país. En la Constitución Política, en su artículo 28, queda consignado, que el Banco de México tendrá la facultad exclusiva para determinar el monto y el manejo de su propio crédito, ya que ninguna autoridad podrá ordenarle conceder financiamiento. En este orden de ideas, el capítulo relativo a las operaciones del instituto central determina claramente los posibles sujetos de crédito, así como los términos en que éste podrá ser otorgado.²³

²² Ibidem. Op. Cit., Págs. 126 - 129.

²³ Ibidem.. También cfr. Ley del Banco de México, arts. 11 y 12

Con el fin de que el Gobierno Federal disponga de un medio para compensar desequilibrios transitorios entre los ingresos y egresos presupuestales, el crédito que el Banco de México le otorgue será por un monto limitado mediante el ejercicio de la cuenta corriente que éste le lleve. El límite que contiene la Ley es de 1.5% de las erogaciones presupuestales para el año de que se trate²⁴.

Un aspecto fundamental del financiamiento al Gobierno Federal son las operaciones de mercado abierto que el Banco de México realiza en el mercado de dinero. Si el saldo deudor de la cuenta que el Banco de México le lleva al Gobierno Federal rebasa el límite fijado, el Banxico podrá colocar valores por cuenta y a cargo del Gobierno Federal para obtener los recursos faltantes²⁵. Con lo anterior, se evita que el financiamiento pueda traducirse en una expansión monetaria indeseable, que surge cuando el Banco de México otorga crédito al gobierno a través de dinero primario o de alto poder, es decir, con la creación de dinero.

En cuanto al financiamiento a las instituciones de crédito que el Banco de México otorga, se estipula que sus operaciones de redescuento sólo podrán tener propósitos de regulación monetaria con el fin de proteger al propio Banco Central contra presiones de solicitantes de crédito, que pudieran expandir excesivamente la base monetaria²⁶.

En lo referente a su función de prestamista de última instancia, ésta sólo podrá ejercerse con la finalidad de evitar trastornos en el sistema de pagos y en el contexto que responda a las condiciones del mercado²⁷.

En lo tocante a la política cambiaria, sabemos que el gobierno tiene la facultad de fijar los lineamientos dentro de los cuales el Banco de México interviene en el mercado de divisas para regular los cambios, es decir, que existe una estrecha relación entre el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. La Ley del banco de México, en su artículo 21 dice: " El Banco de México deberá actuar en materia cambiaria de acuerdo

²⁴ Ibidem.

²⁵ Ley del Banco de México, art. 12.

²⁶ Cfr. Ley del Banco de México, arts. 14 y ss.

²⁷ Ortiz, Guillermo. *Op. Cit.* Pág. 137.

con las directrices que determine una Comisión de Cambios, que estará integrada por el Secretario y el Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha Dependencia que designe el Titular de ésta, el Gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno, que el propio Gobernador designe... Las sesiones de la Comisión serán presididas por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, en su ausencia, por el Gobernador del Banco... Las resoluciones de la Comisión se tomarán por mayoría de votos, siendo necesario en todo caso el voto favorable de por lo menos uno de los representantes de la citada Secretaría...²⁸

Finalmente, en lo que respecta a la regulación del sistema financiero, la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en su artículo 28, recoge disposiciones, tanto en materia cambiaria como de servicios financieros, que en la actualidad están dispersas en varios ordenamientos legales. Es necesario mencionar aquí algo acerca de la coordinación del instituto con otras autoridades financieras. La Ley faculta a los representantes del banco ante las juntas de gobierno de las comisiones supervisoras del sistema financiero para suspender, por un plazo no mayor de cinco días hábiles, la ejecución de las resoluciones de dichas comisiones que afecten la política monetaria. en este plazo, el Banco deberá presentar sus puntos de vista a la junta de gobierno respectiva para que resuelva en definitiva²⁹.

Todas las regulaciones que el Banco de México emita en materia de servicios financieros deberán tener por motivo la regulación monetaria o cambiaria, el sano desarrollo del sistema financiero, el buen funcionamiento del sistema de pagos y la protección de los intereses del público.

Con esto damos por terminado nuestro capítulo tres. A continuación analizaremos las medidas principales de política monetaria en México en el periodo 1990 - 1995.

²⁸ Ley del Banco de México, art. 21.

²⁹ Ortiz, Guillermo. Op. cit. Págs. 139 - 14.

CAPÍTULO IV

LA POLÍTICA MONETARIA EN MÉXICO 1990-1995

*Durante un desfile del día del Ejército en Moscú,
se ven pasar tanques, misiles, cohetes con cabezas
nucleares, y al final un grupo de hombres con traje gris.
Entonces un espectador le pregunta a otro: ¿Quiénes son esos?
y el otro le contesta: Son economistas ... no sabes el daño
que pueden hacer.*

Chiste Popular Americano.

El gestor de política económica, un economista por lo general, puede hacer mucho bien o mucho mal a un país, según las decisiones que tome.

En este capítulo haré un recorrido por la política monetaria y las medidas más importantes de ha implementado el Banco de México para llevarla a cabo. Como mencioné en la introducción de nuestra tesis, el presente capítulo y el siguiente, son en sí, mi tesis. La primera parte, que constó de dos capítulos, sirvió de base teórica, ya que me permitió repasar las funciones que realiza el banco central en la economía, los aspectos más relevantes de la política económica y como se instrumenta la política monetaria. En el capítulo tres, primero de la segunda parte, hice un breve análisis del Banco de México, principalmente de sus funciones y del marco legal en el que se circunscribe su actuación.

Ahora entraré al estudio de la política monetaria que ha seguido nuestro país en el periodo 1990 - 1995, la cual se ha encargado de llevarla a cabo el Banco de México. El capítulo se divide en seis secciones, una para cada año del periodo señalado, en cada una de las cuales se comienza con un panorama general de la política monetaria y el comportamiento de las principales

variables monetarias, para después enumerar las medidas más relevantes, así como las reformas al marco legal del sistema financiero.

Cabe mencionar, que la finalidad de esta tesis no es hacer un estudio exhaustivo de la política monetaria en nuestro país en el periodo señalado, por lo que en este capítulo, únicamente tomaremos la visión del Banco de México sobre el manejo de la política monetaria.

IV.1 POLÍTICA MONETARIA EN 1990

"En 1990 las medidas de política monetaria, crediticia y cambiaria, además de coadyuvar a la estabilidad cambiaria y de precios y apoyar la recuperación económica, buscaron mejorar la actividad bancaria a través de un marco regulador más adecuado. Para estos propósitos, se reformó la legislación del sistema financiero y se modificó de manera significativa el marco operativo de la banca. En apoyo del control de la inflación se redujo el desliz cambiario y se siguió una política monetaria prudente que favoreció la adecuación entre la oferta y la demanda de los fondos prestables, al tiempo que suavizó las fluctuaciones temporales en las mismas."¹

IV.1.1 Política Cambiaria

En cuanto a la política cambiaria, se observó la continuidad de la estrategia derivada del Pacto entre los sectores obrero, campesino, empresarial y gobierno, que buscaba librar al peso de ataques especulativos implementando un régimen cambiario de desliz. Cabe mencionar que en ese año, hubo dos ratificaciones del PECE, cuyos acuerdos tuvieron vigencia hasta 1991. En la cuarta concertación del PECE, suscrita en mayo de 1990, las autoridades acordaron disminuir en 20 % el ritmo de deslizamiento del peso respecto al dólar. Con ello, el desliz pasó de un peso diario a 80 centavos diarios en promedio. Este ajuste entró en vigor a partir del lunes 28 de mayo.

Ante las favorables condiciones observadas en el mercado de cambios y con la intención de propiciar una menor inflación, en la quinta concertación del PECE, celebrada el 11 de noviembre de 1990, se determinó una reducción del 50 % en el deslizamiento del tipo de cambio, por lo que a partir del 12 de noviembre de 1990 el tipo de cambio se depreció 40 centavos diarios en promedio².

¹ Banco de México. "Informe Anual 1990" Pág. 155.

² *Ibidem*. Pág. 170.

Dados estos ajustes, la depreciación del peso en 1990 fue substancialmente menor a la del año anterior, aunque como era de esperarse, el tipo de cambio nominal siguió en aumento.

V.1.2 Tasas de Interés

La característica principal de las tasas de interés en 1990 fue su flexibilidad, lo cual coadyuvó a facilitar el ajuste entre la oferta y la demanda de fondos prestables.

En la primera parte del año, el alto nivel de las tasas de interés reflejó la insuficiencia del ahorro financiero frente a una elevada demanda de crédito. En parte, esta alza se explica por la demanda del sector público de recursos internos, además de que la inflación entre enero y marzo fue relativamente elevada y de que la demanda de crédito del sector privado fue alta también³.

Sin embargo, a partir del segundo trimestre fue considerable la disminución de los tipos de interés. Durante el año, el descenso mencionado correspondió, entre otros factores, al mejoramiento de las expectativas económicas internas y las expectativas del exterior en nuestra economía y a la confianza del público. La confianza frente al exterior repercutió en grandes entradas de capital y en un aumento de la captación por el sistema financiero institucional, lo que abatió el costo del financiamiento bancario, aunado a una reducción de las tasas pasivas y del margen de intermediación por una mayor competencia de los oferentes de recursos financieros.

Otras razones de la baja durante este año de las tasas de interés fueron la ejecución del acuerdo de reestructuración sobre la deuda pública externa; el anuncio de la desestatización de la banca múltiple; y la prolongación del PECE.

³ Ibidem. Pág. 171.

También debemos señalar que los requerimientos de financiamiento del sector público y del sector privado fueron relativamente menores. Así mismo, las cuantiosas entradas de capital, debido a la confianza generada, y a los ingresos en divisas derivados de los mayores precios del petróleo en los mercados internacionales por la crisis del Golfo Pérsico. Finalmente, el mercado de dinero reaccionó favorablemente al anuncio de la negociación del acuerdo de libre comercio con Estados Unidos y Canadá, y también a la reducción del deslizamiento del tipo de cambio⁴.

IV.1.3 Agregados Monetarios y Base Monetaria

La evolución de los agregados monetarios estuvo influida de manera determinante por el entorno económico observado en el transcurso del año, que se caracterizó, en su primer trimestre, por los altos requerimientos financieros de los sectores público y privado, y en los meses siguientes por un cambio sustancial en las expectativas⁵.

Como sabemos, cuando los niveles del tipo de interés descendían, se espera una reducción del agregado monetario en sentido amplio M4 (también de M3), debido a que el público tiende a sustituir sus depósitos en el sistema financiero por documentos y activos de mayor liquidez, que se registran en los agregados M1 básicamente y M2.

En su informe anual, el Banco de México señala que los incrementos del agregado M1 fueron el resultado de un cambio en la composición del propio agregado, y por el esquema de tipo de cambio preestablecido aunado a la flexibilidad de las tasas de interés, y no de una política monetaria expansiva. En dicho documento, el Banco de México indica que mientras M1 crecía la base monetaria disminuía notablemente y se acumulaban reservas internacionales, y que dado el régimen cambiario en vigor y la posibilidad de abundantes entradas de capital, se dio una situación de incremento en la demanda de dinero, que obviamente tiende a que la oferta real de saldos

⁴ Ibidem. Pág. 172 - 176.

⁵ Banco de México. Op. Cit. Pág. 176 - 180.

monetarios aumente para restablecer el equilibrio, sin que podamos inferir de ello una política monetaria expansionista, que tenga como consecuencia aumentos en el nivel de precios.

Es sabido que el incremento del acervo de dinero no necesariamente produce incrementos de precios si responde a una mayor demanda de medios de pago.

El argumento del Banco de México para explicar los incrementos de M1 sin que haya sido implementada una política monetaria expansionista es: "Cuando la demanda de dinero aumenta y se mantiene el saldo del crédito interno del banco central⁶, aquella sólo puede satisfacerse mediante una disminución del gasto agregado y/o la importación de capitales. Ambos fenómenos tienden a producir una acumulación de reservas internacionales⁷ y un incremento de la cantidad de dinero en circulación"⁸

Por otro lado, el Banco de México menciona en su Informe Anual que otra causa del incremento constante y creciente de M1 se debió a que uno de sus componentes, las cuentas de cheques, registraron un notable aumento (38.9 por ciento) en términos reales, mientras que los billetes y monedas sólo aumentaron 7.5 por ciento. Esto se explica por que el público dispuso más de las chequeras de las Cuentas Maestras para el pago de sus transacciones⁹. Así mismo, el Banco de México ha calculado para fines de conocer el verdadero incremento de M1 un nuevo agregado llamado M1 Bis, que contabiliza a M1 más la Cuenta Maestra Neta¹⁰.

⁶ Cuando se haga referencia al crédito interno del banco central (también llamado crédito primario), habrá de entenderse que se alude al llamado crédito interno neto, o sea el financiamiento que el banco central proporciona a residentes en el país menos los pasivos que tiene a favor de éstos, por ejemplo, los depósitos del Gobierno Federal o de los bancos.

⁷ El primero a través de un superávit en la cuenta corriente y el segundo vía un superávit en la cuenta de capitales.

⁸ Banco de México *Op Cit* Pág 31- 34.

⁹ *Ibidem*, Pág. 177.

¹⁰ La Cuenta Maestra Neta es la Cuenta Maestra menos la inversión que los bancos hacen de ésta en cuentas de cheques. No es posible construir M1 Bis sumando a M1 la Cuenta Maestra, ya que en razón de sus necesidades de liquidez y de regulación de sus rendimientos, los bancos invierten en cuentas de cheques parte de los fondos que reciben de las Cuentas Maestras. En consecuencia, la simple adición de aquellas a M1 implicaría una duplicación.

Por lo que respecta a la base monetaria, medida por el lado de sus fuentes¹¹, en 1990 reflejó una política moderada por parte del Banco de México, que tuvo cambios importantes en las expectativas del público. El resultado de ello fue una disminución de las reservas internacionales en la primera parte del año y su posterior recuperación a partir del segundo trimestre.

Por el lado de los usos,¹² el componente más dinámico de la base monetaria fue el de billetes y monedas en poder del público. Como era de esperarse al reducirse drásticamente el ritmo de aumento de los precios, los billetes y monedas registraron una tasa de crecimiento mayor que el de la actividad económica¹³.

IV.1.4 Medidas de Política Monetaria

IV.1.4.1 Expansión del Crédito

Como sabemos, la regulación del crédito es una de las funciones principales del banco central. Para 1990, el Banco de México reguló la expansión del crédito en la economía a través de medidas concernientes al financiamiento interno¹⁴ y al financiamiento de la banca múltiple. Respecto al primero, cabe mencionar que este se mantuvo por debajo del límite fijado por la Junta de Gobierno, el cual fue de 51,863 billones de pesos. Así, el financiamiento interno mostró una contracción de 12.2 % respecto al año anterior.

Con el fin de que las instituciones bancarias continuaran atendiendo los requerimientos de recursos para las actividades prioritarias, el Banco de México dio a conocer un nuevo esquema de tasas de interés y descuento para los créditos otorgados en moneda nacional a empresas del sector agropecuario y agroindustrial, así como al sector pesquero.

¹¹ Base Monetaria = Crédito Interno Neto del Banco de México + Reservas Internacionales.

¹² Véase nota número 12 del capítulo II.

¹³ Banco de México, Op. Cit., Pág. 181 - 182.

¹⁴ El Financiamiento Interno se distingue del Crédito Interno Neto del Banco de México, por ser un concepto más estrecho.

Por otro lado, el Banco de México modificó a partir de marzo, las normas de los créditos para viviendas en propiedad y para arrendamiento tipos A y B, otorgados tanto con recursos del FOVI como con recursos obtenidos de la colocación de Bonos Bancarios para la Vivienda.

En concordancia con las políticas de liberalización y modernización del sistema financiero, el Banco de México dio a conocer en el mismo mes de marzo las nuevas reglas para la emisión y operación de las tarjetas de crédito bancarias que abrogan las reglas anteriores de 1986¹⁵.

IV.1.4.2 Prevención de Riesgos

El Banco de México y otras autoridades monetarias consideraron que era necesario fortalecer los mecanismos de prevención de riesgos, de esta forma, en enero de 1990, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público decretó un aumento en las aportaciones ordinarias que los bancos múltiples están obligados a efectuar al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (antes FONAPRE).

IV.1.4.3 Regímenes de Inversión

A partir de octubre del año objeto de esta sección, se reformó el régimen de inversión de las Cuentas Maestras y de los demás fideicomisos abiertos. De esta manera, se estableció que los recursos de las Cuentas Maestras para personas físicas y los del fondo invertido de las Cuentas Maestras para personas morales deberán mantenerse en una proporción no menor al 30 por ciento en Cetes y/o Bondes, y hasta de 70 por ciento en otros valores públicos y en instrumentos bancarios y de otros intermediarios financieros en moneda nacional.¹⁶

¹⁵ Banco de México. Op. Cit. Pág. 156 - 158.

¹⁶ Banco de México. Op. Cit. Pág. 161 - 162.

IV.1.4.4 Operaciones de Intermediación

Con el fin de ampliar el campo de acción de la banca, reducir los costos por concepto de triangulación en la intermediación y propiciar una mayor competencia en el mercado, el Banco de México autorizó, a partir de marzo, a los bancos múltiples y de desarrollo para llevar a cabo, actuando por cuenta propia y sin la intermediación de casas de bolsa, operaciones de compraventa y reporto con valores gubernamentales y títulos bancarios inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios¹⁷.

IV.1.4.5 Instrumentos de Captación

Ante la necesidad de financiamiento de las empresas del sector agroindustrial, en febrero se autorizó a los Almacenes Generales de Depósito para que emitiesen bonos de prenda. Se permitió que los mismos pudiesen ser adquiridos por personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera, bancos, organizaciones auxiliares de créditos, instituciones de seguros, sociedades de inversión y otros intermediarios financieros. Las casas de bolsa actuaron como intermediarias por cuenta de su clientela (empresas y depositantes).

Con el propósito de establecer mecanismos tendientes a reducir los costos de financiamiento de las empresas mexicanas generadoras de divisas, la Comisión Nacional de Valores estableció en marzo disposiciones de carácter general para la emisión y oferta pública de papel comercial indizado al tipo de cambio del dólar libre de venta. Estos pagarés fueron denominados en moneda nacional y colocados a descuento. Sus tenedores recibieron adicionalmente la ganancia cambiara que resultó de multiplicar el valor nominal por el cociente obtenido de dividir el tipo de cambio al vencimiento de los títulos entre la paridad vigente en la fecha de su emisión.

¹⁷ *Ibidem*. Pág. 162 - 164.

Los adquirentes fueron personas físicas o morales nacionales o extranjeros. Recordamos que la primera emisión se efectuó en el mes de abril.¹⁸

IV.1.4.6 Medidas Complementarias

En otro tipo de medidas, el Banco de México autorizó la posibilidad de utilizar como referencia para determinar las tasas de interés de los depósitos bancarios a plazo fijo el rendimiento de los otros instrumentos emitidos por la banca o de los valores gubernamentales.

Las instituciones de crédito autorizadas para actuar como intermediarias en el mercado de coberturas cambiarias de corto plazo, fueron informadas a finales de noviembre que tales operaciones habrían de celebrarse a un plazo no menor de tres días hábiles ni mayor a 365 días naturales.

“Con el propósito de alargar el plazo promedio de vencimiento de la deuda pública interna se llevaron a cabo colocaciones de valores gubernamentales a plazo cada vez mayores. Desde julio se habían reanudado las colocaciones de Cetes a 182 días, que no se emitían desde octubre de 1988. En la segunda semana de noviembre de 1990 se iniciaron las subastas de Cetes a 364 días y a finales del mes se colocaron Ajustabonos a plazo de 1820 días. En la primera semana de diciembre se colocaron, por primera vez, Pagafes a 364 días.”¹⁹

IV.1.4.7 Reformas al Marco Legal del Sistema Financiero²⁰

En 1990 continuó la profunda transformación del sistema financiero iniciada a fines de 1988, cuyo objetivo ha sido contribuir al desarrollo de una economía más competitiva y eficiente. A continuación mencionaré las

¹⁸ *Ibidem*. Pág. 1665 - 166.

¹⁹ *Ibidem*. Pág. 167 - 168.

²⁰ Banco de México. Informe Anual 1990. Pág. 61 - 70.

reformas más importantes a diversas leyes que regulan el sistema financiero en México.

La modificación más importante realizada en 1990 fue el restablecimiento de la posibilidad de que el sector privado pueda prestar el servicio de banca y crédito. Con este propósito, a finales de julio de 1990 el Congreso de la Unión, a iniciativa del Presidente de la República y contando con la aprobación de las legislaturas de las entidades federativas, reformó los artículos 28 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Esta reforma se sustentó en la necesidad de que el Estado se centre en actividades propias tales como dar respuesta a las necesidades sociales de la población y elevar el bienestar sobre bases productivas duraderas, además de que se habían modificado de raíz las circunstancias que explicaron la estatización de la banca en septiembre de 1982. Otra razón fue el propósito de ampliar el acceso y mejorar la calidad del servicio de banca y crédito a través de la competencia, que dé como resultado una mayor eficiencia.

En cuanto a modificaciones a ordenamientos legales del sistema financiero tenemos las realizadas a la Ley de Instituciones de Crédito. En términos generales se decidió aumentar el límite a la participación extranjera en el capital de los bancos. En adición a ello los derechos corporativos de los inversionistas extranjeros y de los inversionistas nacionales son iguales. Con estas medidas se procuró promover la capitalización de los intermediarios financieros, atraer tecnologías más avanzadas, vincular al sector con el resto del mundo y preparar a los intermediarios mexicanos para una mayor competencia futura.

También la nueva ley modifica los fines y forma de operación del antiguo Fondo de Apoyo Preventivo a las Instituciones de Banca Múltiple, cuya denominación es ahora Fondo Bancario de Protección al Ahorro. Su objetivo, además de la tradicional función preventiva que ha venido desempeñando, es el otorgar protección expresa y directa a los derechos de los ahorradores.

En lo que respecta a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, ésta se expidió en el significativo mes de julio de 1990. Entre los aspectos más relevantes de esta ley destaca que ahora los grupos podrán formarse con todos los tipos de intermediarios financieros que conforman el sistema. La operación integrada busca en última instancia diversificar la oferta de servicios, competir más eficientemente con el exterior y aprovechar las economías de escala.

Las modificaciones a Ley del Mercado de Capitales obedecieron básicamente a la necesidad de adaptar el marco jurídico de las casas de bolsa a las reformas mencionadas anteriormente, para permitir que las mismas puedan participar en el capital de otras entidades financieras en condiciones similares a las permitidas a la banca múltiple. La nueva legislación contempla dos modalidades de agrupación: la primera encabezada por una sociedad controladora y, la segunda, por un banco o una casa de bolsa. Por otra parte, se adecuan las normas relativas al capital social de las propias casas de bolsa para permitir la participación de la inserción extranjera hasta el 30 % de dicho capital y hasta el 10 % en tenencia individual.

IV.2 POLÍTICA MONETARIA EN 1991

En 1991 la política monetaria, crediticia y cambiaria continuó apoyando el programa económico orientado a reducir la inflación y fomentar un crecimiento económico satisfactorio y sostenible. El Banco de México llevó a cabo una política de esterilización de las entradas de capital, con el fin de evitar presiones indeseables sobre los mercados financieros y sobre el nivel general de precios. Al logro del objetivo anterior, también contribuyeron el mantenimiento de un desliz cambiario moderado en los primero diez meses del año y su eventual reducción adicional en noviembre.

Se prosiguió mejorando la calidad del marco regulatorio del sistema financiero. Además, para agilizar la operación del sistema financiero se tomaron medidas como la eliminación del coeficiente de liquidez obligatorio sobre los pasivos bancarios en moneda nacional, hubo una creciente diversidad de los instrumentos de captación, mayor libertad de los bancos para pactar las características de sus operaciones activas y pasivas, y una simplificación de las operaciones de reporte.²¹

IV.2.1 Política Cambiaria

En la sexta concertación del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico, suscrito el 10 de noviembre de 1991, se acordó la reducción en el deslizamiento cambiario de 40 centavos que se aplicaba desde el 12 de noviembre de 1990 a 20 centavos diarios en promedio a partir del 11 de noviembre de 1991. Así mismo se dispuso la abrogación del decreto de control de cambios.²²

Por lo que toca a la cotización del dólar con respecto al peso mexicano en la fecha de la medida antes descrita, la diferencia máxima entre el tipo de cambio de venta y de compra fue de 35 pesos. Como parte de esa reforma se

²¹ Banco de México. *Informe Anual 1991*. Pág. 169.

²² Op. Cit. Pág. 186

decidió que tal diferencia correspondiente a las transacciones de menudeo con billetes, se fuera ampliando gradualmente hasta llegar a 60 pesos. Con este fin el tipo de cambio mínimo de compra no se movería entre el 11 de noviembre 1991 y el 15 de marzo de 1992.²³

La ampliación de la diferencia máxima entre los tipos de cambio de venta y de compra perseguía un doble propósito :

1. Lograr una mayor flexibilidad para que los costos de las transacciones cambiarias se reflejen en los tipos de cambio y
2. Promover un funcionamiento más eficiente del mercado cambiario con menor intervención del banco central.

El control de cambios fue eliminado a partir del 11 de noviembre de 1991. El objeto principal de esta medida fue dar un estímulo adicional a los exportadores y a las empresas maquiladoras. Al abolirse el control de cambios desapareció el tipo de cambio controlado, al cual se habían venido solventando las obligaciones en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana. En lo sucesivo dichas obligaciones serían solventadas aún tipo de cambio representativo del mercado que el Banco de México identificaría observando el mercado de cambios al mayoreo.

El ritmo de deslizamiento anual del tipo de cambio del peso frente al dólar en 1991 fue sensiblemente menor que el registrado en el año anterior. La cotización para solventar obligaciones en moneda extranjera registró en el año una depreciación de 4.3%, que contrasta con la de 11.5% observada en 1990. La paridad pasó de un nivel de 2,945.4 pesos por dólar en diciembre de 1990 a 3,701 pesos por dólar el último día hábil bancario de diciembre de 1991. Por otra parte, la tasa de deslizamiento acumulado del tipo de cambio bancario a la venta fue en el año de 4.6%. El nivel de este pasó de 2,959.4 pesos por dólar en diciembre de 1990 a 3,906.2 pesos por dólar en diciembre de 1991. Finalmente la cotización del tipo de cambio interbancario a la venta

²³ Ibidem.

valor mismo día registro una depreciación anual de 4.6 % al pasar de 2,949.4 a 3,804 pesos por dólar de diciembre de 1990 a diciembre de 1991.²⁴

IV.2.2 Base Monetaria, Agregados Monetarios y Crédito Interno Neto

En 1991 la evolución de la base monetaria reflejó en gran medida los efectos de la política de esterilización del impacto monetario de las entradas de capital. En términos generales la liquidez creada por la acumulación de reservas internacionales fue absorbida parcialmente vía la colocación entre el público de valores gubernamentales de la tenencia del banco central. En consecuencia, aún cuando al cierre del año el saldo de las reservas internacionales, expresado en pesos, aumentó 54.6 % en términos reales, el crecimiento de la base monetaria solamente fue de 7.3 %.²⁵

Por el lado de los usos de la base monetaria, en 1991 el rubro más importante fue el de billetes y monedas en poder del público. El crecimiento de su saldo real, de 11.2% fue mayor que el de la actividad económica. Esto puede interpretarse como consecuencia del proceso de remonetización que ha observado la economía mexicana al reducirse la inflación drásticamente.²⁶ Al cierre de 1991 el saldo de la base monetaria representó el 4.7% del PIB.

En 1991 no existió una relación contundente entre los agregados monetarios y el crédito interno neto del Banco de México. La tasa de contracción del crédito interno fue creciente hasta noviembre. En diciembre se redujo el ritmo de la disminución de dicho concepto, debido fundamentalmente al comportamiento estacional tanto de la demanda de billetes y monedas como del resultado de las finanzas públicas.

²⁴ Op.- Cit Pag. 187

²⁵ Op. Cit. Págs. 187-188.

²⁶ Ibidem.

La fuerte contracción del crédito interno neto del banco central muestra claramente que la política monetaria se orientó a retirar volúmenes importantes de liquidez en el mercado. Por esta razón, el crecimiento real de los agregados monetarios, no puede inferirse del manejo del mencionado crédito interno.²⁷

En cuanto a los agregados monetarios, el aspecto más destacado de la evolución de M1 durante 1991 fue su elevado crecimiento en comparación con el registrado el año anterior. Este comportamiento se debió principalmente a las tasas de aumento de las cuentas de cheques. Por su parte el rubro de billetes y monedas en poder del público experimentó tasas variables a lo largo del año, pero una marcada tendencia al descenso al final de 1991 respecto al año anterior.²⁸

Recordemos que en años recientes surgieron nuevos instrumentos financieros semejantes en mayor o menor grado a los medios de pago. En la sección correspondiente a 1990 describimos el proceso y las causas por las que se incluye, a partir de ese año, en la definición de M1 las Cuentas Maestras Netas dando por resultado el agregado M1 bis. De este modo pues, es cuestionable la validez analítica de relacionar de manera simplista el comportamiento de los agregados monetarios, principalmente M1, con el de otros indicadores, como el nivel de precios.²⁹

Por su parte, el agregado en sentido amplio M4 tuvo un crecimiento real en el año de 1991 explicado fundamentalmente por la mejoría de las expectativas, el ritmo de la actividad económica y los rendimientos atractivos en relación a los ofrecidos en el exterior. Esto último fue de vital importancia para que la banca mexicana captara, a través de sus agencias en el exterior, recursos de origen externo y los colocara en el mercado interno.

En 1991, el saldo de M4 al cierre representó el 45.1 por ciento del PIB, lo que significó un aumento de 1.4 por ciento respecto al porcentaje del año anterior.

²⁷ Op. Cit. Pág. 35 - 36.

²⁸ Op. Cit. Pág. 38.

²⁹ Op. Cit. Pág. 46.

Esta expansión del sistema financiero resultó por demás notable, sobre todo si se toma en consideración la enorme liquidación de activos financieros internos que el público debió realizar a fin de poder financiar la adquisición de bancos y otras empresas públicas desincorporadas.³⁰

IV.2.3 Evolución del Financiamiento Interno Total

En 1991, el saldo real del financiamiento interno otorgado por el sistema financiero institucional al sector público y al sector privado aumentó 3.5 por ciento. Ello como resultado de una disminución de 26.6 % en el financiamiento canalizado al sector público y de un incremento de 33.2 % en el asignado al sector privado. La contracción real del financiamiento interno al sector público obedeció principalmente a la generación de un superávit financiero. La evolución en 1991 del financiamiento interno al sector privado respondió al ritmo de crecimiento de la demanda de recursos para financiar proyectos de inversión. En relación con el PIB, el saldo del financiamiento interno al sector privado alcanzó en 1991 un nivel de 31.1 por ciento y representó 64.7 por ciento del financiamiento total.³¹

IV.2.4 Tasas de Interés

La evolución a la baja de las tasas de interés en 1991 tuvo varias causas: la mayor confianza en las perspectivas de la economía, las cuantiosas entradas de capital del exterior, la reducción de las tasas de interés externas, la disminución del desliz del tipo de cambio y los favorables resultados obtenidos en materia de finanzas públicas.

³⁰ Op. Cit. Pág. 47 - 48.

³¹ Op. Cit. Pág. 49- 50.

Al cierre de 1991, el rendimiento nominal anual del papel gubernamental a corto plazo (Cetes a 28 días) se ubicó en 16.7 %, nivel inferior en 9.3 puntos porcentuales al alcanzado en diciembre de 1990. El rendimiento real acumulado en el año por el Cete a 28 días fue de 1.9 %. En lo que toca al papel de largo plazo, el rendimiento real explícito de los Ajustabonos a 3 años se redujo 3.6 puntos. Su nivel al cierre fue de 4.2 por ciento.

Finalmente, la tasa activa cobrada por los bancos registró también una disminución importante, alcanzando un nivel de 25.3 por ciento al finalizar 1991.

IV.2.5 Medidas de Política Monetaria

IV.2.5.1 Regulación del Crédito

Durante el año de 1991, el Banco de México no sólo no incrementó el saldo del financiamiento interno sino que efectuó una reducción notable del mismo, por un monto acumulado de 9, 629 billones de pesos. Así, al cierre de 1991 el saldo real del financiamiento interno fue 32.1 por ciento menor que el de 1990.

En el año objeto de esta sección, el país recibió una importante afluencia de capitales del exterior. En respuesta el Banco de México aplicó una política de esterilización mediante operaciones de mercado abierto, la cual se reflejó en una considerable disminución del financiamiento interno. Para compensar el efecto monetario de las entradas de capital, en el primer semestre el Banco de México contrajo el saldo del financiamiento interno en 14.1 billones de pesos. En el segundo semestre del año, el financiamiento interno, se modificó a fin de atender situaciones de muy diversa índole que afectaron los mercados financieros.³²

³² Banco de México. Informe Anual 1991. Pág. 170 - 171.

Respecto al financiamiento de la banca múltiple, el Banco de México dio a conocer en febrero y en agosto los límites máximos de financiamiento que los bancos múltiples podían otorgar a una misma persona, entidad o grupos de personas. En 1991 los requerimientos crediticios de las actividades primarias fueron atendidos por las instituciones de banca múltiple con recursos propios a tasas de mercado. Para los créditos refaccionarios al sector agropecuario y agroindustrial, a partir de marzo, se estableció una tasa de interés igual a la del Cete a 28 días más dos puntos porcentuales. En abril el banco central modificó los límites máximos de crédito para la vivienda.³³

En 1991 el Banco de México ofreció a las instituciones de banca múltiple apoyos crediticios a través de subastas de crédito a corto plazo, por un monto total de 5.3 billones de pesos.³⁴

IV.2.5.2 Régimen de Inversión

Respecto al régimen de inversión para pasivos en moneda nacional, el Banco de México modificó en febrero, junio y septiembre de 1991 la reglamentación aplicable a los sobregiros que la banca comercial efectuaba regularmente del saldo de su "cuenta única" en el banco central. Así mismo, eliminó la remuneración que pagaba sobre los depósitos de efectivo a la vista constituidos por la banca comercial en el Banco de México. En octubre el banco central modificó las reglas relativas a los sobregiros de las cuentas de depósito en dólares pagaderos sobre el exterior que los bancos mantienen en el Banco de México.

Para continuar con el desempeño de su función de prestamista de última instancia, el banco central decidió continuar admitiendo sobregiros en la "cuenta única" tanto en moneda nacional como en moneda extranjera; sin embargo, de presentarse retiros frecuentes o cuantiosos se cargarán intereses hasta por una tasa equivalente a tres veces la tasa de rendimiento del Cete a 28 días, además de cobrar los gastos administrativos.

³³ Op. Cit. Pág. 172

³⁴ *Ibidem*.

En septiembre de 1991 el Banco de México resolvió suprimir el coeficiente de liquidez obligatorio sobre la captación directa en moneda nacional de los bancos múltiples, así como el aplicado a los fideicomisos abiertos de inversión en valores, incluyendo en estos los de las cuentas maestras. Se decidió que a partir de esta fecha los bancos mantuvieran un coeficiente de liquidez voluntario a criterio de cada institución.³⁵

Simultáneamente, el Banco de México propició la transferencia a cuentas de balance de las operaciones que los bancos múltiples realizaban a través de fideicomisos abiertos de inversión en valores, incluyendo los de las cuentas maestras. Con este fin se determinó que las instituciones que dispusieran no efectuar la transferencia de recursos de fideicomisos al balance, deberían mantener, a partir del 1° de diciembre de 1991, un depósito en efectivo sin intereses en el Banco de México por el 51 % de tales recursos. Con el propósito de facilitar la mencionada transferencia, el instituto central autorizó el pago anticipado de los pasivos a cargo de los bancos y que se encontraba dentro de la cartera de los fideicomisos abiertos de inversión de valores.³⁶

Con el propósito de moderar el acelerado crecimiento de los pasivos en moneda extranjera, el Banco de México dispuso la constitución de coeficientes de liquidez aplicables al pasivo invertible denominado en dólares, derivado de la captación interna y de la realizada a través de agencias y/o sucursales de bancos mexicanos en el exterior. A partir del 17 de junio de 1991 se estableció para la captación en el país un coeficiente de 50% que debería invertirse en: efectivo en dólares, depósitos en dólares a cargo de entidades financieras del extranjero o de sucursales de bancos mexicanos e instrumentos del mercado de dinero a cargo del Gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica o de entidades financieras del extranjero; el 50% restante podría destinarse a créditos libres denominados en dólares y pagaderos en el exterior. A partir del 5 de agosto de 1991 se modificó el régimen de inversión obligatoria para los pasivos en moneda extranjera derivado de operaciones en el país y a través de sucursales y/o agencias de banca múltiple establecidas en el exterior. En general, los pasivos deberán invertirse en dólares; depósitos en dólares en el Banco de México pagaderos

³⁵ Op. Cit. Pág. 174.

³⁶ Op. Cit. Pág. 175.

sobre el exterior, y en instrumentos de alta liquidez a cargo del Gobierno Federal de los Estados Unidos de Norteamérica o de entidades financieras y empresas privadas calificadas del extranjero.³⁷

IV.2.5.3 Operaciones con Títulos Bancarios, de Reporto y por Cuenta de Terceros.

En 1991 el Banco de México dictó diversas medidas para agilizar y simplificar las operaciones con valores bancarios en el mercado de dinero. En febrero resolvió que todos los títulos bancarios pudiesen ser negociables indistintamente entre personas físicas y morales. En el mismo mes, estableció que las operaciones de reporto sobre valores debieran documentarse mediante modelos de contrato por escrito libremente elaborados por las instituciones. Las condiciones del reporto (precio, premio, plazo y títulos materia del mismo) podrán pactarse a través de cualquiera de las formas de comunicación que el propio contrato establezca, sin necesidad de que cada operación en particular deba formalizarse por escrito siempre y cuando se confirmen en la forma que el propio contrato estipule. El plazo de los reportos no podrá exceder de 180 días. En marzo y posteriormente en octubre comunicó a los bancos múltiples que sólo podrían continuar realizando operaciones de reporto con títulos bancarios a plazo no mayor de un año en moneda nacional, suscritos por la misma institución o por otros bancos.³⁸

IV.2.5.4 Instrumentos de Captación

En abril de 1991 el Banco de México autorizó a los bancos múltiples la negociación en el mercado secundario de los Certificados de Depósito que documenten depósitos a plazo en moneda nacional, así como su intermediación mediante reportos.

³⁷ Op. Cit. Pág. 175 y 176.

³⁸ Opa. Cit. Pág. 176 y 177.

A finales de octubre de 1991 se actualizó la reglamentación para los instrumentos de captación en moneda nacional de la banca múltiple con el fin de hacerlos más flexibles. En general, se autorizó que las instituciones pudieran captar recursos de personas físicas y morales y otorgar tasas de interés distintas para cada inversionista, salvo en el caso de depósitos de ahorro. Los bancos podrán determinar libremente no sólo las tasas de interés, sino los montos y saldos mínimos a recibir, el cobro de comisiones, la periodicidad de pagos de los intereses y el plazo de los depósitos que en ningún caso será menor a un día. Los depósitos a la vista podrán ser depósitos con o sin chequera y depósitos en cuenta corriente. Los retiros de los depósitos retirables en días preestablecidos podrán efectuarse con un preaviso, hasta por el monto y plazo que al efecto se establezca en el contrato. Los bancos múltiples no requerirán autorización previa del Banco de México para emitir bonos bancarios, aunque deberán informarle, con 10 días hábiles de anticipación a la fecha de colocación, las características principales de la emisión. Quedó prohibido a las instituciones de crédito celebrar operaciones pasivas en moneda nacional con entidades financieras de casas de cambio del extranjero. A raíz de la abrogación del Decreto del Control de Cambios en noviembre de 1991, dejaron de constituirse depósitos en moneda nacional provenientes de exportadores y depósitos que registraban Compromisos de Uso o Devolución de Divisas.³⁹

Con el propósito de simplificar y hacer más competitivos los instrumentos de captación denominados en dólares y en moneda nacional referidos en dólares, el Banco de México modificó algunas disposiciones aplicables a dichos instrumentos, y actualizó el marco operativo de las sucursales y agencias de bancos múltiples en el extranjero. Así, a partir del 17 de junio de 1991 los bancos múltiples pudieron aceptar depósitos a la vista en cuentas de cheques con o sin causa de intereses, pagaderos en el territorio nacional, de personas morales domiciliadas en cualquier parte del país. Se autorizó que las instituciones continuaran recibiendo (en todo el país) depósitos a plazo en dólares pagaderos sobre el exterior de personas morales. En octubre se autorizaron los depósitos retirables en días preestablecidos en moneda extranjera pagaderos en la República Mexicana, recibidos de personas físicas y morales, a tasas, montos y saldos mínimos determinados libremente por las instituciones. Por otra parte, se eliminó la captación a través de pagarés

³⁹ Op Cit. Pág. 178 y 179.

denominados en moneda extranjera, liquidables dentro de la República Mexicana.⁴⁰

Como consecuencia de la privatización de la banca múltiple, a principios de junio de 1991 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público comunicó al Banco de México la decisión del Gobierno Federal de adquirir los bonos del Gobierno Federal para el Pago de la Indemnización Bancaria (BIB 1982). Así, durante el período del 10 de junio al 22 de julio de 1991 las instituciones de crédito llevaron a cabo la adquisición de dichos títulos por cuenta del Banco de México como agente financiero del Gobierno Federal. Este plazo se amplió posteriormente. El precio de compra se estipuló por el equivalente a su valor nominal más los intereses devengados y no pagados a la fecha en que las instituciones realizaron la operación.

En marzo la Comisión Nacional de Valores autorizó la emisión de Pagarés de Mediano Plazo en moneda nacional con vencimientos no menores de un año ni mayores de tres, con el fin de aumentar el financiamiento de las empresas. Además con base en disposiciones del Banco de México, a principios de noviembre la CNV estableció el régimen para el registro de autorización de un nuevo instrumento en moneda nacional para las arrendadoras financieras y empresas de factoraje financiero denominado Pagaré Financiero.

En junio se autorizó, para entrar en vigor a mediados de agosto, una nueva opción de captación en moneda nacional consistente en instrumentos emitidos por empresas del sector privado, vinculados al Índice Nacional de Precios al Consumidor.

A consecuencia de la eliminación de control de cambios y la supresión del tipo de cambio controlado de equilibrio, en noviembre de 1991 desaparecieron del mercado instrumentos cuya liquidación se efectuaba con base en el tipo de cambio controlado. Tal fue el caso de los Petrobonos y Pagafes. Estos últimos dejaron de emitirse a partir del 11 de noviembre de 1991.⁴¹

⁴⁰ Op. Cit. Pág. 180.

⁴¹ Op. Cit. Pág. 180 - 182.

IV.2.5.5 Mecanismos de Prevención de Riesgos

"A principios de agosto de 1991 la SHCP modificó la forma de cálculo de las aportaciones ordinarias que las instituciones de crédito están obligadas a efectuar mensualmente al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA). Se estableció que de ahí en adelante tales aportaciones fueran por el equivalente resultante de aplicar la duodécima parte del 3 al millar, al saldo promedio diario mensual que registrarán los pasivos en moneda nacional y en dólares considerados como captación del público incluidos los correspondientes a los de moneda extranjera contraídos por las agencias y/o sucursales en el extranjero."⁴²

IV.2.5.6 Coeficiente de Liquidez

La eliminación a partir de diciembre del coeficiente obligatorio de liquidez aplicable a los pasivos bancarios denominados en pesos tampoco puede interpretarse como signo de una política monetaria laxa.

Desde finales de 1990 se advirtió que las disposiciones relativas al coeficiente de liquidez no podrían mantenerse indefinidamente, al menos en los términos en que estaban vigentes. Esto, porque al aumentar la captación, tales disposiciones daban lugar a una demanda creciente de valores gubernamentales, en circunstancias en que la oferta de éstos se venía reduciendo. Debe recordarse que dicho coeficiente no restaba capacidad de crédito a la banca, sino por la parte del mismo que estuviera depositada en el Banco de México o mantenida en caja. Por la proporción que se venía invirtiendo en Cetes y Bondes, los bancos proporcionaban recursos líquidos al gobierno, si adquirían los títulos en la colocación primaria de los mismos, o a terceros, si los adquirían en el mercado secundario. De hecho, en el curso de 1991, la inversión de las instituciones en el coeficiente de liquidez no se

⁴² Op. Cit. PÁG. 183

trajo en financiamiento bancario neto otorgado al Gobierno Federal, sino a terceros.⁴³

El que no exista un coeficiente de liquidez obligatorio no significa que los bancos no deban procurar mantener voluntariamente una cartera apropiada de valores que sean negociables con facilidad.

IV.2.5.7 Otras Medidas

En el transcurso de 1991 se adoptaron diversas medidas orientadas a lograr una mayor eficiencia y competitividad de las operaciones de los intermediarios financieros. En enero la Secretaría de Hacienda y Crédito Público dio a conocer las reglamentaciones complementarias de la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito. Destacan entre estas las Reglas para la Operación de Empresas de Factoraje Financiero, las Reglas para la Constitución e Inversión de la Reserva de Contingencia de Almacenes Generales de Depósito y el Acuerdo que reglamenta las Condiciones para que las Uniones de Crédito reciban préstamos de sus socios. En el mismo mes también se expidieron las Reglas para la Constitución y Funcionamiento de Grupos Financieros, cuyo objeto es regular el establecimiento y operación de tales grupos. En marzo dicha Secretaría emitió las Reglas para la Calificación de la Cartera Crediticia de las Instituciones de Crédito, conforme a las cuales estas últimas deberán llevar a cabo la calificación de su cartera en forma trimestral agrupándola de acuerdo con el grado de riesgo de los diversos activos y constituir las respectivas reservas preventivas. Así mismo, estableció los capitales mínimos para las organizaciones auxiliares de Crédito y las casas de cambio. A principios de abril la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, autorizó los Reglamentos Orgánicos de las Instituciones de Banca de Desarrollo. En noviembre, se publicaron las reglas para las posiciones de divisas de las Arrendadoras Financieras y Empresas de Factoraje Financiero. También en diciembre la SHCP dio reconocimiento jurídico como intermediarios financieros con

⁴³ Op. Cit. Págs. 36 - 37.

calidad de organizaciones auxiliares a las Cajas de Ahorro constituidas como Sociedades de Ahorro y Préstamo.

En abril el Banco de México expidió la reglamentación relativa a las operaciones (de mayoreo y menudeo) de las casas de cambio de divisas, de oro y plata. Además, estableció las disposiciones referentes a las Casas de Bolsa que actúen como comisionistas. En junio amplió la cobertura cambiaria al mercado libre y con este fin autorizó la compraventa de cobertura de corto plazo al tipo de cambio libre.

A principios de septiembre el Banco de México puso en circulación el nuevo billete con denominación de 100,000 pesos, lo anterior permitió una reducción importante de los gastos de emisión del banco central y no implicó expansión del monto de dinero en circulación.

En marzo la CNV modificó la regla relativa a los posibles adquirientes de acciones de sociedades de inversión comunes y de renta fija. Así mismo, dio a conocer las disposiciones de carácter general aplicables a operaciones internacionales con valores de las casas de bolsa y autorizó a éstas a la celebración de operaciones de reporto con títulos bancarios suscritos a plazo no mayor de un año.

En abril la Comisión Nacional Bancaria dio a conocer el capital mínimo pagado que cada institución de banca múltiple debía tener al 31 de diciembre de 1991, dicho capital se fijó en 27,201 millones de pesos, monto equivalente al 0,5 % del capital pagado y reservas que el conjunto de bancos múltiples tenía al 30 de diciembre de 1990.⁴⁴

⁴⁴ Op. Cit Pág. 183-185

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

IV.3 POLÍTICA MONETARIA EN 1992

En 1992 la política monetaria, crediticia y cambiaria continuó orientándose a propiciar la desaceleración del ritmo de inflación. Quizá uno de los hechos más relevantes de la evolución de los mercados financieros fue el encarecimiento del costo real de los fondos prestables, por lo que la política monetaria tuvo que mostrar gran flexibilidad, procurando que el ajuste de las tasas de interés al referido fenómeno fuera ordenado. La capacidad de respuesta de la política monetaria se sustentó en el cuantioso superávit de las finanzas gubernamentales, la menor carga de la deuda pública y la propia congruencia de las acciones de la política macroeconómica. En apoyo a los factores mencionados, la ampliación de la banda de flotación del tipo de cambio también contribuyó a aumentar el grado de influencia de la política del Banco de México sobre los agregados monetarios.

Dentro del marco del PECE, en octubre de 1992 se acordó acelerar la ampliación de la banda de flotación. Lo anterior, a fin de proporcionar mayor certidumbre a los agentes participantes en el mercado de divisas, facilitar el ajuste de la oferta y la demanda en ese mercado y hacer menos necesaria la intervención frecuente del Banco de México en el mismo.

En 1992 se continuó avanzando en el proceso de modernización de los intermediarios financieros y en la diversificación de los mecanismos e instrumentos para fomentar el ahorro.⁴⁵

IV.3.1 Política cambiaria.

En el contexto del Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo (PECE) suscrito el 20 de octubre de 1992, se anunció la ampliación de la banda de flotación del tipo de cambio para las transacciones que llevarán a cabo los bancos con el público en operaciones al menudeo. Así, a partir del 21 de octubre de 1992 se incrementó el desliz del "techo" de dicha banda

⁴⁵ Banco de México. *Informe Anual 1992*. Pág. 199 - 200.

(máximo de venta) de 20 a 40 centavos diarios, que equivalen respectivamente a 0.0002 y 0.0004 nuevos pesos. En tanto, el "piso" (mínimo de compra) se mantiene fijo. La creciente amplitud de la banda da la posibilidad de que si las fuerzas del mercado así lo determinan, el tipo de cambio pueda elevarse con mayor rapidez. Además, aleja la contingencia de que el banco central tenga que vender moneda extranjera en el mercado.

La ampliación de la banda permite fluctuaciones más grandes del tipo de cambio dentro de la misma, lo que tiene efectos desestimulantes sobre la especulación.

La ampliación de la banda de flotación permite resolver más eficazmente algunos problemas planteados por los flujos internacionales de capital. Cuando se tiene un tipo de cambio fijo o predeterminado y si se produce un flujo de capital conducente a un superávit de balanza de pagos, dicho flujo se refleja a corto plazo en un aumento de los agregados monetarios y en una baja de las tasas de interés. Si no se desean tales efectos, el banco central tendrá que esterilizar el impacto monetario de dicho flujo, lo cual puede implicar elevados costos. Por contra, cuando el tipo de cambio tiene flexibilidad, la mayor oferta de capital puede reflejarse simplemente en un descenso de dicho tipo, lo cual otorga un mayor grado de libertad para el control monetario. Para evitar el inconveniente de fluctuaciones considerables del tipo de cambio en un tiempo corto dentro de la banda, el banco central puede vender o comprar dentro de la misma.

En 1992 la política cambiaria adoptada significó un ritmo de deslizamiento anual del tipo de cambio del peso frente al dólar significativamente menor que el registrado el año anterior. El tipo de cambio bancario a la venta sujeto al deslizamiento programado, experimentó un desliz acumulado de 2.8 por ciento (4.6 por ciento en 1991), y su nivel pasó de 3.0962 nuevos pesos por dólar en diciembre de 1991 a 3.1836 nuevos pesos por dólar en diciembre de 1992. La cotización del tipo de cambio establecido por el Banco de México para solventar obligaciones en moneda extranjera pagaderas en el país, registró una depreciación anual de 1.5 por ciento (4.3 por ciento en 1991). Esta paridad se incrementó de 3.0710 en diciembre de 1991 a 3.1154 nuevos pesos por dólar al último día hábil bancario de 1992. En el mercado

interbancario de divisas al mayoreo, el tipo de cambio a la venta con fecha valor a 48 horas tuvo un deslizamiento de 1.3 por ciento (4.4 por ciento en 1991), al pasar de 3.0800 nuevos pesos por dólar al final de 1991 a 3.1210 al cierre de 1992. El tipo de cambio interbancario valor mismo día, cotización a la venta, registró una depreciación en 1992 de 1 por ciento al incrementarse de 3.0840 nuevos pesos por dólar a final de 1991 a 3.1155 en diciembre de 1992.

A partir del 1o. de septiembre de 1992, el Banco de México permitió a las instituciones de crédito y Casas de Bolsa celebrar operaciones de cobertura cambiaria con personas físicas y morales extranjeras. Lo anterior, a fin de que dichas personas estén en posibilidad de cubrir los riesgos cambiarios en que incurran por las inversiones que efectúen en el mercado de dinero de nuestro país.⁴⁶

IV.3.2 Base Monetaria, Crédito Interno Neto del Banco de México y Agregados Monetarios.

El saldo de crédito interno neto del Banco de México mostró en 1992 una contracción de 755 millones de nuevos pesos. Al analizar la disminución ocurrida en el crédito interno neto del banco central, podríamos preguntar por qué si el crédito primario se contrae, hay sin embargo un considerable déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En ciertos episodios de nuestra historia se relacionó el déficit en cuenta corriente con la expansión del crédito interno neto del banco central.

Si ahora el crédito interno neto del Banco de México no se expande sino que se contrae, cabe preguntarse cuáles son las causas que producen el déficit en la cuenta corriente. Como ya hemos dicho anteriormente, ello tiene su origen principalmente en las entradas de capital exterior, las cuales, a su vez, son consecuencia de las mejores perspectivas económicas del país. Si se reflexiona detenidamente sobre ese fenómeno, se advertirá que dichas

⁴⁶ Op. Cit. Pág. 221 - 223.

entradas no pueden tener sino los siguientes destinos: el aumento de las importaciones, el incremento de las reservas internacionales del banco central, o una combinación de ambos. Y esto último es precisamente lo que ocurrió recientemente, según Banxico, en México.

Desde hace tres años, el Banco de México ha venido haciendo compras netas de divisas por una cantidad mayor que el importe de sus ventas netas de valores públicos. En otras palabras, el aumento de la reserva internacional ha sido mayor que el importe de las operaciones netas de esterilización monetaria. Lo anterior determinó que en 1992 el incremento nominal de la base monetaria fuera de 14 por ciento, pese a la reducción de 12.7 por ciento registrada en el crédito interno neto del Banco de México.

Podría parecer que el crecimiento del saldo de la base monetaria en 1992 fue excesivo del que hubiera sido necesario para ser congruente con la tasa objetivo de la inflación. Sin embargo, recordemos que en un contexto de inflación en descenso, el aumento de la cantidad de dinero en manos del público no conduce necesariamente a mayor gasto y, en tal caso, no ejerce presión sobre los precios. Por otro lado, es de recordar que el crecimiento real de la economía permite un aumento proporcional del circulante sin que ello ejerza presión sobre los precios. Todo lo anterior contribuye a explicar por qué la tasa de aumento del efectivo en circulación es mayor que la tasa de inflación.

El aspecto más destacado de la evolución de M1 durante 1992 fue la drástica reducción de su tasa de crecimiento nominal. Dicha tasa pasó de 119.8 por ciento en 1991 a 17 por ciento en 1992.

El menor ritmo de crecimiento de M1 en 1992 se debió fundamentalmente a la notable desaceleración de las tasas de aumento de las cuentas de cheques. La tasa de expansión nominal anual del saldo de dichas cuentas se redujo de 201.6 por ciento en diciembre de 1991 a 16.8 por ciento en diciembre de 1992.

Por su parte, el incremento del saldo real de billetes y monedas en poder del público (4.8 %) fue en 1992 inferior en 6.1 puntos porcentuales al registrado un año antes. Este comportamiento revela un avance modesto en el proceso de reconstitución de los saldos monetarios que caracteriza a una economía que experimenta una desinflación rápida. Así, aunque en relación con el PIB el saldo nominal de los billetes y monedas al cierre del año (3.7 %) fue semejante al correspondiente a 1991, visto en términos del promedio de los saldos de fin de mes el coeficiente creció de 2.8 por ciento en 1991 a 3 por ciento en 1992.

En 1992, el saldo real de M4 aumentó 7.3 por ciento. Dicho incremento fue 2.8 puntos porcentuales inferior al observado en 1991. Este resultado debe de ser interpretado con cautela ya que en 1992 ocurrió un fenómeno que no estuvo presente un año antes: la limitación impuesta por el Banco de México a los bancos comerciales, respecto de la captación de recursos a través de las agencias en el exterior. Si del saldo de M4 se excluye la captación de las agencias, la tasa de crecimiento real en 1992 del agregado monetario amplio fue de 8.7 por ciento, un punto más elevada que la registrada en 1991. En 1992 el saldo de M4 en relación con el PIB ascendió a 45.8 por ciento, que es el valor más alto alcanzado en la historia del país.

La estructura del flujo de M4 en 1992 fue substancialmente distinta de la del año previo. La participación de la captación bancaria en ese flujo se redujo de 96 por ciento en 1991 a 75.8 por ciento en 1992, en tanto que la de los valores del Gobierno Federal en poder del público ahorrador pasó en ese mismo período de -5.3 % a 3.7 %. Esto último fue reflejo tanto de las operaciones de colocación de valores entre el público ahorrador, cuyo fin fue compensar el impacto que sobre la liquidez pudo haber tenido la desinversión en valores gubernamentales realizada por la banca, como del efecto de la política de esterilización aplicada por el Banco de México. La captación por empresas no bancarias aumentó su importancia en el flujo de M4, al pasar de 5 por ciento en 1991 a 12.3 por ciento en 1992. Finalmente, debe señalarse que parte del flujo de M4 en el año (7 %) tuvo su origen en los recursos captados mediante el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), rubro que no existía en 1991.⁴⁷

⁴⁷ Op. Cit. Pág. 37 - 45.

IV.3.3 Tasas de Interés.

Con la excepción de las tasas de los Bondes a 364 y 728 días, las cuales aumentaron en relación con las de 1991, en 1992 se observó una disminución en el nivel promedio de las tasas de interés nominales.

La evolución de la tasa de interés de los Cetes y la de los Bondes en 1992 se debió al hecho de que los inversionistas extranjeros mostraran una notable preferencia por este instrumento. Ello significó una presión continua al alza en los precios de los Cetes, especialmente en el de aquéllos a 28 días y, por tanto, una reducción de su rendimiento. Es importante indicar que en 1992, la deuda del Gobierno Federal documentada en Cetes recibió de una institución extranjera especializada en la calificación de valores, la categoría "grado de inversión". En virtud de lo anterior, la mencionada preferencia de los extranjeros por estos instrumentos se hizo más marcada.

Al término de 1992, el rendimiento nominal anual del Cete a 28 días se ubicó en 16.77 por ciento. El rendimiento real acumulado en el año por el Cete a 28 días fue de 4.33 puntos porcentuales. El rendimiento nominal anual de las nuevas emisiones de Papel Comercial alcanzó 27.95 por ciento en 1992. En cuanto a los indicadores del costo de los pasivos bancarios, el nivel observado para el CPP en diciembre de 1992 fue de 22.76 por ciento.

Durante el año, la tasa activa nominal cobrada por los bancos registró un aumento modesto, alcanzando en diciembre de 1992 un nivel de 29 por ciento. Sin embargo, el nivel promedio del año fue inferior en 4.19 % al de 1991. En contraste, en 1992 la tasa activa real acumulada fue de 13.61 por ciento, 2.08 puntos mayor que la del año anterior.

En el primer trimestre de 1992 las tasas de interés descendieron sensiblemente, lo que ocurrió por varias razones. Una demanda de crédito relativamente débil por parte del sector privado, un sustancial superávit financiero del sector público, una gran oferta de capital procedente del exterior y la existencia de liquidez considerable en manos de las empresas.

Para el 2o. trimestre, el sector público no sólo logró mantener el superávit fiscal, sino que incluso el mismo aumentó. Pero como era de esperarse, la demanda de crédito por parte de las empresas privadas se fortaleció. Lo anterior produjo una elevación de las tasas de interés.

Al mes de junio, las tasas de interés habían aumentado significativamente en relación con los niveles observados en marzo. Así, en los meses señalados, la tasa del Cete a 28 días subió 3.19 puntos porcentuales, 3.11 puntos la del Cete a 91 días y 3 puntos la del Papel Comercial. En contraste, el CPP se redujo 0.59 puntos porcentuales y la tasa activa solamente creció 1.2 puntos.

Entre junio y septiembre de 1992 las tasas de interés prosiguieron su aumento: 2.51 puntos porcentuales la del Cete a 28 días, 3.79 puntos la del Cete a 91 días, 3.88 puntos la del Papel Comercial, 4.15 puntos la del CPP y 4.40 puntos la tasa activa.

En el último trimestre de 1992, las tasas de interés continuaron aumentando, en parte debido al surgimiento de alguna inquietud en la opinión pública derivada de la renegociación del PECE.⁴⁸

IV.3.4 Medidas de Política Monetaria

IV.3.4.1 Regulación del Crédito

En cumplimiento de lo dispuesto por la Ley Orgánica del Banco de México, la Junta de Gobierno de esta institución fijó como saldo máximo del "financiamiento interno" del Banco de México para 1992 la cifra de 41,542 millones de nuevos pesos. De acuerdo con ese límite, el flujo máximo de recursos crediticios del Banco de México en el año podría ascender a 2,045 millones de nuevos pesos. Las variaciones de dicho agregado durante el año fueron resultado, principalmente, de las operaciones de mercado abierto que

⁴⁸ Op. Cit. Pág. 53 - 65.

llevó a cabo el Banco de México para moderar las fluctuaciones de la liquidez derivadas de las entradas de capital del exterior. Durante el primer trimestre del año, se generó un exceso de fondos prestables que presionó a la baja de las tasas de interés. El descenso experimentado por las tasas de interés en el trimestre referido pudo incluso haber sido más profundo, de no haberse contraído oportunamente el "financiamiento interno" del Banco de México. En el segundo trimestre, la oferta de fondos prestables se vio afectada por algunas inquietudes respecto de varios factores: la conclusión de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio, la revisión a la baja de los pronósticos de crecimiento económico para el año, y la caída de los índices de precios de las principales bolsas de valores del extranjero y la del país. En respuesta a dicha situación, el Banco de México aplicó una política compensatoria mediante la compra de valores del Gobierno, de tal forma que el "financiamiento interno" aumentó 10,077 millones de nuevos pesos en el trimestre. El "financiamiento interno" registró en el tercer trimestre una reducción de 11,235 millones de nuevos pesos. Durante el último trimestre del año el Banco de México expandió el "financiamiento interno" en 14,109 millones de nuevos pesos, a fin de atender el crecimiento estacional de la demanda de billetes y monedas y del gasto público. Así, al cierre de 1992 el saldo efectivo del "financiamiento interno" fue de 40,654 millones de nuevos pesos. Medido en términos reales, dicho saldo resultó 8.1 por ciento menor que el de 1991.⁴⁹

En 1992 el saldo real del financiamiento interno otorgado por el sistema financiero institucional al sector público y al sector privado aumentó 7.2 por ciento. Ello, como resultado de una disminución de 41.6 por ciento en el financiamiento canalizado al sector público y de un incremento de 33.6 por ciento en el asignado al sector privado.

La contracción real del financiamiento interno al sector público registrada durante 1991 y 1992 obedeció principalmente a la generación de un cuantioso superávit financiero. En 1992, la evolución del financiamiento interno al sector privado respondió a varios factores. Por un lado, la demanda de recursos financieros de dicho sector mantuvo un ritmo de crecimiento elevado. Por el otro, en lo que hace a la oferta de crédito al sector privado, la

⁴⁹ Op. Cit. Pág 200 - 201.

favorable situación de las finanzas públicas permitió que se liberaran recursos que quedaron disponibles para ser usados por aquel sector.

El saldo del financiamiento interno al sector privado respecto del PIB, llegó al cierre de 1992 a un nivel de 38.9 por ciento (8.3 puntos porcentuales más que en 1991) y representó el 80.9 por ciento del financiamiento interno total.

La relación entre la cartera vencida (amortizaciones de capital e intereses vencidos) y la cartera total (vigente, vencida y redescontada) de la banca comercial ha mostrado deterioro en los últimos años. Dicho coeficiente creció a 5.3 por ciento al cierre de 1992.

Al ocurrir la liberación de las tasas de interés, y al eliminarse el encaje y el coeficiente de liquidez, la banca comercial se encontraba con un aparato insuficientemente desarrollado de otorgamiento y evaluación de crédito. En la nueva situación, los bancos tuvieron que salir al mercado a competir para poder colocar sus recursos entre los usuarios privados y ello sucedió cuando su capacidad para evaluar riesgos crediticios se había ya debilitado. Como consecuencia de lo anterior, fueron perdiendo importancia en el total de la cartera de la banca comercial los activos con nulo o poco riesgo, con lo que no es de sorprender que el coeficiente de cartera vencida sufriera un deterioro.

En 1992, el saldo de la cartera vencida de la banca comercial (principal e intereses) aumentó 8,998 millones de nuevos pesos. Sin incluir intereses, el flujo de la cartera vencida correspondiente a las actividades comerciales representó el 37 por ciento del incremento total, 14.3 por ciento la de créditos al consumo (incluyendo tarjetas de crédito) y 10.7 por ciento la asociada con actividades agropecuarias.

En suma, el incremento de la cartera vencida en 1992 respondió a circunstancias tanto de índole estructural como coyuntural, el cambio en la composición y el riesgo de la cartera de la banca y fenómenos de corto plazo como el nivel de las tasas de interés, el ritmo de la actividad económica y

sinistros en la producción agrícola, incidieron también sobre el crecimiento de la cartera vencida.⁵⁰

IV.3.4.2 Liberación de la Tenencia Obligatoria de Valores Gubernamentales

En su oportunidad, el Banco de México dispuso que a partir del mes de septiembre de 1991, ya no sería obligatorio para la banca comercial constituir el coeficiente de liquidez sobre los pasivos denominados en moneda nacional. Sin embargo, a fin de evitar que de manera súbita los bancos comerciales contasen con una importante capacidad adicional de crédito, la cual pudiera haber causado desequilibrios en el mercado, dichas instituciones tuvieron que conservar invertido en valores gubernamentales el 25 por ciento del saldo promedio diario mensual de la captación en moneda nacional obtenida hasta el mes de agosto de ese año. A su vencimiento, el importe de la liquidación de estos valores fue obligatoriamente destinado a la adquisición de Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) a plazo de diez años. En tanto los mencionados Bondes no vencieran, únicamente podrían ser negociados a través de reportos entre las propias instituciones o entre éstas y el Banco de México. Sin embargo, tomando en consideración las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero durante 1992, el instituto central dispuso la liberación parcial de la tenencia obligatoria de los mencionados valores gubernamentales. Con esta medida se persiguieron los siguientes objetivos: otorgar a la banca un mayor margen de maniobra para enfrentar las fluctuaciones de liquidez, aumentar la oferta de recursos prestables y promover en lo posible una disminución de los márgenes de intermediación.⁵¹

⁵⁰ Op. Cit. Pág. 45 - 52.

⁵¹ Op. Cit. Pág. 202-203.

IV.3.4.3 Capacidad de Admisión de Pasivos Denominados en Moneda Extranjera.

Con el propósito de moderar el acelerado crecimiento que mostraban los pasivos bancarios en moneda extranjera, en abril de 1992 el Banco de México resolvió restringir la admisión de ese tipo de pasivos que contraían los bancos comerciales, directamente o a través de sus agencias, sucursales y filiales en el extranjero.

Más adelante, en noviembre de 1992, el Banco de México permitió que la capacidad con que contaba la banca para captar recursos en moneda extranjera se ampliara, en dos nuevos tramos:

Un primer tramo, con límite de hasta 4 por ciento del pasivo de captación en moneda nacional y en moneda extranjera de los bancos comerciales, registrando en el trimestre inmediato anterior al mes de que se tratase. Según la disposición, estos recursos deberían destinarse única y exclusivamente al otorgamiento de créditos en apoyo de las exportaciones de mercancías y/o para las ventas internas de bienes de capital de origen nacional.

Un segundo tramo, con límite equivalente al 6 por ciento del pasivo de captación en moneda nacional y en moneda extranjera registrado en el trimestre inmediato anterior al mes de octubre de 1992. Esta capacidad adicional podría estar representada por cualquier tipo de captación en moneda extranjera, o bien por pasivos derivados de reportos cuyo premio esté referido a tipos de cambio. Este límite estará vigente hasta febrero de 1996 y a partir de entonces decrecerá gradualmente hasta quedar cancelado en febrero de 1998.

Como medida complementaria, se acordó continuar permitiendo a las casas de bolsa durante el mismo plazo (es decir hasta febrero de 1998), la realización de reportos sobre Ajustabonos cuyo premio esté ligado a la evolución del tipo de cambio.⁵²

⁵² Op. Cit. Pág. 203 - 205.

IV.3.4.4 Regímenes de Inversión para Pasivos en Moneda Extranjera.

Al mismo tiempo que el Banco de México limitó en abril de 1992 la capacidad de admisión de pasivos en moneda extranjera, también decidió modificar el régimen de inversión para el pasivo invertible denominado en moneda extranjera o referido a dicha moneda, proveniente de las operaciones que efectuasen los bancos comerciales y sus sucursales o agencias en el extranjero. El coeficiente de liquidez obligatorio había sido, según el plazo de vencimiento de los pasivos, de hasta un 50 por ciento, la modificación referida estableció un mínimo de 15 por ciento. En general, el equivalente de este último porcentaje sobre la captación en dólares deberá invertirse en disponibilidades denominadas en monedas extranjeras sólidas de curso legal y fácilmente convertibles, así como en diversos activos líquidos a cargo de gobiernos o de entidades financieras del exterior. El remanente podrá ser destinado al otorgamiento de créditos en moneda extranjera a cargo de empresas con capacidad para generar divisas que les permitan hacer frente a los créditos que reciban o cubrir satisfactoriamente el riesgo cambiario. Tratándose de bancos comerciales que formen parte de grupos financieros, deberán incluirse en los pasivos en moneda extranjera los correspondientes a los demás integrantes del grupo. De esta disposición se excluyó a las arrendadoras financieras, casas de bolsa, casas de cambio, empresas de factoraje financiero, e instituciones de seguros y fianzas, las cuales deberán sujetarse en esta materia a las disposiciones que les resulten aplicables.⁵³

IV.3.4.5 Disposiciones sobre Instrumentos de Captación.

En agosto de 1992 entró en operación un nuevo instrumento de ahorro de largo plazo a cargo del Patronato del Ahorro Nacional. Dicho instrumento, denominado "Cuenta de Depósito de Ahorro Mensual", fue creado en sustitución del "Plan Dinámico de Ahorro" o "Plan Tanda". Así, mediante la constitución de depósitos a plazos de 12, 24 y 36 meses, se atenderá la formación de un capital a largo plazo para pequeños inversionistas. Los

⁵³ Op. Cit. Pág. 205 - 206.

mencionados depósitos devengarán intereses mensuales en función de las tasas de rendimiento promedio de los Cetes y percibirán beneficios adicionales.

Por otro lado, en agosto de 1992 el Banco de México giró el aviso correspondiente a la séptima y última amortización de los Bonos para el Pago de la Indemnización Bancaria, la cual se llevó a cabo a partir del 1o. de septiembre, por conducto del Instituto para el Depósito de Valores, S.A. de C.V. (Indeval).

Así mismo, en septiembre de 1992 se autorizaron las operaciones con documentos denominados Títulos Opcionales o Títulos que dan Derecho a Opción (Warrants). Estos títulos opcionales sólo podrán emitirse vinculados a otros "valores de referencia", tales como acciones de empresas registradas en bolsa, grupos o canastas de acciones de dos o más sociedades, e índices de precios accionarios reconocidos por la Bolsa Mexicana de Valores. En general, esos títulos podrán ser emitidos por casas de bolsa, instituciones de crédito y empresas del sector privado, referidos a acciones con categoría de alta bursatilidad. Las sociedades emisoras de acciones y las instituciones de crédito también podrán emitirlos referidos a otros valores de renta fija. Los títulos opcionales son susceptibles de oferta pública e intermediación en el mercado de valores, para lo cual deben inscribirse y listarse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y operarse exclusivamente a través de la Bolsa Mexicana de Valores. Además, pueden ser adquiridos por personas físicas y morales de nacionalidad mexicana o extranjera, pero no otorgan a sus tenedores derechos corporativos. Los títulos opcionales pueden ser de compra o venta, de acuerdo con los derechos que confieran a sus tenedores. Estos últimos pueden beneficiarse de los incrementos en el precio de mercado de los valores de referencia, o bien tener cobertura por las posibles fluctuaciones en los precios de dichos valores. Con el objeto de dar a las operaciones con Warrants una adecuada transparencia y que los inversionistas tengan mayor seguridad y un trato equitativo, la Comisión Nacional de Valores (CNV) expidió, en su momento, diversas disposiciones dirigidas a las Casas de Bolsa, relativas a la recepción de órdenes y asignación de operaciones, ventas en corto, operaciones internacionales y operaciones con valores de renta variable.

El 17 de diciembre de 1992, el Banco de México autorizó que las obligaciones subordinadas emitidas por la banca comercial pudiesen ser adquiridas por sociedades de inversión, instituciones y sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas, fondos de pensiones o jubilaciones de personal que cumplan los requisitos señalados en la Ley del Impuesto sobre la Renta (ISR). Igual facultad se extendió a las Casas de Bolsa que adquieran dichas obligaciones para su posterior colocación entre el público inversionista, siempre y cuando ello no implique conflicto de intereses. Lo anterior, a fin de ampliar la gama de posibilidades de inversión de los intermediarios bursátiles y hacer más profundo el mercado de las propias obligaciones subordinadas.⁵⁴

IV.3.4.6 Intermediarios Financieros no Bancarios

En 1992, se modificó la Ley de Sociedades de Inversión, a fin de introducir mecanismos orientados a facilitar y simplificar los cambios a los regímenes de inversión de los diferentes tipos de sociedades que reconoce ese ordenamiento. Asimismo, se otorgó libertad para que sean las propias sociedades de inversión quienes fijen sus políticas de diversificación de activos, las cuales deben quedar expresadas clara y detalladamente en los prospectos de información al público. En complemento de lo anterior, también se abrió la posibilidad para la creación de sociedades de inversión especializadas en diferentes ramas de la actividad económica o, en general, con características particulares que permitan una mayor diferenciación entre ellas.

La denominación “Sociedades de Inversión de Renta Fija” se cambió por la de “sociedades de inversión en instrumentos de deuda”, en virtud de que esta última denota con mayor precisión las características de los valores y documentos que forman parte de su activo.

⁵⁴ Op. Cit. Pág. 206 - 208.

En el mes de julio de 1992 la SHCP expidió las reglas generales para la organización y funcionamiento de las sociedades de ahorro y préstamo. Asimismo, en septiembre del mismo año, el Banco de México emitió las reglas a que deben sujetarse dichas sociedades en la realización de las operaciones propias de su objeto.⁵⁵

IV.3.4.7 Instituciones de Crédito y Agrupaciones Financieras.

En junio de 1992 se modificaron la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y la Ley de Instituciones de Crédito, a fin de establecer que el capital pagado de las mismas se integre por una parte ordinaria y, en su caso, por una adicional. Con base en esta reforma, el capital ordinario puede integrarse en más de un 51 por ciento por acciones serie "A", ya que con anterioridad la referida serie "A" forzosamente debía representar el 51 por ciento del capital pagado. El porcentaje restante debe estar integrado por acciones de la propia serie "A", de la "B" o de la "C", esta última hasta un máximo del 30 por ciento.

A fin de facilitar la consolidación y a la vez el crecimiento de los grupos financieros, se estableció la posibilidad de que, previa autorización del Banco de México, las sociedades controladoras puedan emitir obligaciones subordinadas de conversión forzosa a títulos representativos de su capital y obtener créditos a corto plazo.

Se otorgó autorización para que la banca comercial pueda tomar títulos representativos del capital social de sociedades de inversión y de sociedades operadoras de éstas. Además, cuando los bancos no formen parte de grupos financieros podrán también adquirir títulos correspondientes al capital de organizaciones auxiliares de crédito, intermediarios financieros no bancarios que no sean casas de bolsa, y de instituciones de seguros y fianzas.⁵⁶

⁵⁵ Op. Cit. Pág. 208 - 210.

⁵⁶ Op. Cit. Pág. 211 - 212.

IV.3.4.8 Sistema de Ahorro para el Retiro.

Mediante reformas a las Leyes del Seguro Social y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), aprobadas el 24 de febrero de 1992, se estableció el marco jurídico y conceptual del Sistema de Ahorro para el Retiro. Los objetivos que se persiguieron con el mismo fueron los siguientes:

1. Obtener recursos suficientes para financiar la expansión de la inversión.
2. Mejorar la situación económica de los trabajadores al momento de su retiro.
3. Crear un mecanismo de ahorro que permita a los trabajadores de escasos recursos canalizar sus ahorros a instrumentos financieros que ofrezcan una buena mezcla de riesgo y rendimiento.

El sistema de Ahorro para el Retiro tiene el carácter de prestación de seguridad social, adicional a las que ya establecía la Ley del Seguro Social. Las características principales de este nuevo seguro son las siguientes:

- a) Los patrones están obligados a aportar a este sistema cuotas del 2 por ciento mensual sobre el salario base de cotización.
- b) Las cuotas se cubren mediante el depósito de los recursos en instituciones de crédito para su abono en cuentas individuales abiertas a nombre de cada trabajador beneficiario.
- c) Las instituciones de crédito actúan por cuenta del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y son responsables tanto de la recepción de dichas cuotas, como de la operación de las cuentas individuales.

- d) Las mencionadas cuentas individuales tienen dos subcuentas: la del seguro de retiro y la del fondo nacional de la vivienda.
- e) Las cuotas y aportaciones mencionadas se acreditan mediante la entrega que los patrones deben realizar a cada uno de sus trabajadores del comprobante expedido por la institución de crédito respectiva.
- f) Los saldos de las subcuentas del seguro de retiro se ajustan periódicamente en función del Índice Nacional de Precios al Consumidor publicado por el Banco de México y deben causar intereses, pagaderos mensualmente, a una tasa real no menor de 2 por ciento anual.
- g) Eventualmente, los trabajadores podrán traspasar los recursos de la subcuenta del seguro de retiro a sociedades de inversión.
- h) Los fondos de las cuentas individuales son susceptibles de retiro, en los casos en que el trabajador cumpla 65 años de edad o tenga derecho a recibir una pensión del IMSS o del fondo privado de pensiones establecido por su patrón, sin perjuicio del derecho del trabajador a designar beneficiarios para el caso de muerte.
- i) En todo tiempo los trabajadores podrán hacer aportaciones adicionales, lo que les permitirá contar con mayores recursos para su retiro.
- j) Los beneficios derivados del sistema, son independientes de los que están obligados a proporcionar los patrones en favor de sus trabajadores por razones legales o contractuales.³⁷

³⁷ Op. Cit. Pág. 212 - 215.

IV.3.4.9 Nueva Unidad Monetaria

El 4 de junio de 1992, el Ejecutivo Federal sometió a la consideración del H. Congreso de la Unión dos Iniciativas de Decreto cuyos objetivos fueron crear una nueva unidad monetaria, fijar las características de las monedas metálicas correspondientes a la nueva unidad y efectuar las reformas a la ley monetaria necesarias para esos efectos.

Las citadas Iniciativas fueron aprobadas por el H. Congreso de la Unión, y el 22 de junio de 1992 se publicaron en el Diario Oficial y entraron en vigor el 1o. de enero de 1993.

La nueva unidad monetaria equivale a mil pesos anteriores y conserva el nombre de "peso". Sin embargo, para distinguirla de la anterior, durante un periodo transitorio su nombre estará precedido por el calificativo "nuevo", para quedar como "nuevo peso".

El propósito de crear una nueva unidad monetaria fue el de reducir la magnitud de las cifras en moneda nacional, facilitar su comprensión y manejo, simplificar las transacciones en dinero y lograr un uso más eficiente de los sistemas de cómputo y de registro contable. La medida no persigue más objetivos que los anteriores y carece de relación alguna con la política económica general o con la política monetaria.⁵⁸

IV.3.10 Otras Medidas.

A lo largo de 1992, la CNV estableció diversas disposiciones tendientes a mejorar el desempeño de los intermediarios financieros en el mercado de valores. En febrero, la CNV incorporó al régimen aplicable al registro y autorización de oferta pública de Papel Comercial emitido por Empresas de Factoraje, las emisiones de pagarés financieros de este tipo de sociedades. En

⁵⁸ Op. Cit. Pág. 64.

abril la CNV expidió las disposiciones aplicables a las Casas de Bolsa para la realización de operaciones por cuenta propia con valores de renta variable. A fines de junio se expidieron las reglas de carácter general aplicables a las sociedades que presten servicios a las Casas de Bolsa y cuyo objeto sea auxiliar o complementar las actividades que éstas realizan. En julio se especificaron a las sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios las reglas de carácter general relativas al trámite de registro y autorización de oferta pública de valores.

El 9 de enero de 1992 la SHCP estableció el Fondo de Apoyo al Mercado de Valores, en sustitución del Fondo de Apoyo y Garantía del Mercado de Valores. El objeto del nuevo fondo es la preservación de la estabilidad financiera de la Bolsa Mexicana de Valores, Casas de Bolsa y especialistas bursátiles, así como el cumplimiento de las obligaciones contraídas por estos intermediarios con su clientela. Este fideicomiso tiene como fiduciario al Banco de México y como fideicomitentes a los intermediarios señalados.⁵⁹

⁵⁹ Op. Cit. Pág. 217-218.

IV. 4 POLÍTICA MONETARIA EN 1993

En 1993 la política monetaria se desarrolló en un ambiente caracterizado por la desaceleración económica, inflación decreciente, cuantiosas entradas netas de capital del exterior y tasas de interés reales más altas que en 1992, pero declinantes a partir de un alto nivel a principios de año. A lo anterior habría que añadir el clima de incertidumbre y nerviosismo que en su momento generó el proceso de ratificación del Tratado de Libre Comercio.⁶⁰

IV.4.1 Política Cambiaria

No obstante el episodio de nerviosismo vivido antes de la ratificación del Tratado de Libre Comercio en 1993, la política cambiaria permitió en general gozar de condiciones de estabilidad en el mercado de divisas.

La política cambiaria vigente quedó ratificada en la segunda concertación del Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo celebrada el 3 de octubre de 1993. De acuerdo con dicha fórmula, el deslizamiento promedio diario del límite superior (techo) de la banda se mantuvo en .0004 nuevos pesos, mientras que el límite inferior (piso) permaneció inalterado en el nivel de 3.0512 nuevos pesos fijado desde noviembre de 1991.

Así, al finalizar el año el límite superior de la banda cerró al nivel de 3.3296 nuevos pesos por dólar.

El Instituto central definió una regla de intervención al interior de los límites de la banda convenidos en el Pacto, consistente en anunciar al inicio de cada día sus puntos de intervención en la jornada respectiva. Lo anterior se hizo con el propósito de evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio dentro de un mismo día de operaciones. De hecho, sólo en contadas ocasiones fue necesaria la intervención del Banco de México dentro de esta banda interna.

⁶⁰ Banco de México. *Informe Anual 1993*. Pág. 45.

A finales de la última semana del mes de octubre de 1993, se refleja con mas intensidad el nerviosismo de los inversionistas respecto al proceso de ratificación del TLC, lo que provocó que el peso se depreciara con respecto al dólar en el mercado interbancario, alcanzando por varios días el límite superior de la banda interna de intervención fijada por el Banco de México. Asimismo, los precios de los contratos de cobertura cambiaria empezaron a aumentar.

Al iniciarse las operaciones el día 9 de noviembre, el Instituto Central anunció una modificación en sus puntos de intervención en el mercado cambiario. Así, el límite superior de la banda interna de flotación se elevó de 3.1509 a 3.3042 nuevos pesos por dólar. Esta última cotización resultó 0.0050 nuevos pesos inferior a la acordada en la segunda concertación del PECE, pero significó una ampliación de 4.9 puntos porcentuales respecto al anterior nivel superior de la banda interna del Banco de México. Por otra parte, el Banco Central complementó esta medida permitiendo que las tasas de interés subieran ordenadamente. Esta presión al alza fue consecuencia de la reducción de la liquidez producida por la compra de dólares.

Al cierre de las operaciones del día 9 de noviembre, el tipo de cambio interbancario había sufrido una depreciación de 4.1 por ciento. En cuanto a las tasas de interés en el mercado de dinero estas registraron niveles de entre 19 y 28 por ciento en ese mismo día. En los días inmediatos siguientes, el Banco de México optó por deslizar la cotización de compra correspondiente al límite inferior de intervención de su banda interna a razón diaria de 0.0004 nuevos pesos.

La anterior política permitió que se abatiese rápidamente la demanda de divisas. Antes de la votación favorable del TLC, incluso llegaron a descender tanto el tipo de cambio como las tasas de interés de corto plazo. En los días posteriores, las variables mencionadas registraron niveles inferiores a los observados antes del episodio. Durante el resto del año el tipo de cambio mostró una marcada estabilidad, tendiendo a mantenerse cercano al piso de la nueva banda interna de intervención del Banco de México.

A partir de la segunda semana de diciembre dejó de deslizarse el límite inferior de la banda interna para quedar fijo en 3.1040 nuevos pesos por dólar.⁶¹

IV.4.2 Crédito Interno Neto, Base Monetaria y Agregados Monetarios

Ha sido objetivo de la política monetaria procurar la estabilidad de precios. Lo que el Banco de México puede hacer y hace es actuar sobre alguna variable intermedia que guarde una relación razonablemente estable con el nivel de los precios. Según cuidadosas observaciones, la variable que mejor se presta en México en la actualidad para este tipo de intervención por parte del instituto emisor es la base monetaria. Desde marzo, mes en el que las instituciones de crédito dejaron de requerir para su operación de depósitos en montos significativos en el Banco de México, este agregado coincide casi totalmente con el monto de los billetes y monedas en circulación.

Aprovechando la desregulación de las tasas de interés y el desarrollo del sistema financiero, el Banco de México puede hoy en día instrumentar la política monetaria casi exclusivamente mediante operaciones de mercado abierto. A fin de determinar su intervención diaria en el mercado, el Banco de México atiende al siguiente criterio general: que sus operaciones no modifiquen la base monetaria sino para responder a los cambios en la demanda esperada de este agregado, la cual depende, a su vez, de la meta programada de inflación, de la evolución estimada del PIB real y de las fluctuaciones estacionales de la demanda de moneda de curso legal.

En una economía abierta, en la que el banco central interviene en el mercado de cambios, la oferta de base monetaria tiene dos fuentes: la monetización de la reserva internacional neta y/o la variación del crédito interno neto del banco central. Este último concepto constituye el instrumento por excelencia de la política monetaria. Así, dada la demanda de base monetaria, en la

⁶¹ Op. Cit. Pág. 68 - 87.

medida en que la acumulación de reservas internacionales implica una oferta excesiva de aquélla, el banco central debe proceder a disminuir su crédito interno neto.

En razón de lo señalado, en 1993 el saldo del crédito interno neto del Banco de México mostró una contracción de 19,169 millones de nuevos pesos. Lo anterior es muestra de la esterilización parcial, del aumento de dinero primario resultante de la acumulación de reservas internacionales propiciada por las cuantiosas entradas de capital.

La base monetaria ajustada excluye los depósitos de la banca en el Banco de México. Entonces, la evolución de la base monetaria ajustada y la de los billetes y monedas en poder del público fueron muy similares.

Por cuarto año consecutivo, en 1993 el aumento de la reserva internacional fue mayor que el importe de las operaciones netas de esterilización, lo cual explica la expansión resultante de la base monetaria. El incremento nominal del saldo de la base monetaria fue de 7.3 por ciento.

A primera vista, el crecimiento nominal de la base monetaria en 1993 parecería ser bajo e incluso inferior al necesario para su congruencia con la tasa objetivo de crecimiento del ingreso nominal. Recordemos que la demanda de base monetaria tiene dos componentes: la demanda por parte del público de billetes y monedas y la demanda bancaria de caja y depósitos en el Banco de México.

En cuanto al primer rubro, el reducido crecimiento del ingreso real en 1993 fue un factor que inhibió la demanda real de efectivo. No obstante, la desaceleración de la inflación y la caída de las tasas de interés nominales indujeron a los agentes económicos a mantener e incluso aumentar sus saldos de efectivo, al disminuir el costo de oportunidad de los mismos. El resultado conjunto de los dos efectos anteriores fue un modesto incremento de la demanda real de efectivo. Sin embargo, toda vez que en 1993 la inflación resultó inferior a la del año precedente, la tasa de crecimiento nominal del saldo de billetes y monedas resultó menor que la de 1992.

A partir de marzo de 1993 entró en operación el llamado mercado interbancario valor día anterior. Gracias a este mecanismo, ahora los bancos disponen hasta las nueve y media de la mañana del día hábil bancario inmediato siguiente, para cerrar sus posiciones faltantes o sobrantes derivadas de los resultados de la Cámara de Compensación. La motivación del Banco de México para incorporar las referidas modificaciones fue la de reducir la volatilidad de las tasas de interés y ampliar las posibilidades de control monetario. Hoy en día, los bancos tienen a su disposición una última instancia de mercado para ajustar su liquidez, contando con plena información sobre el saldo de sus cuentas. De ser conveniente, el Banco de México puede intervenir en ese mercado, comprando o vendiendo valores gubernamentales, según sea el caso, a fin de eliminar desequilibrios indeseables en el mercado de dinero. Así, a raíz de la entrada en operación del sistema descrito se hizo menos necesario que los bancos comerciales conservaran en el Banco de México depósitos en montos importantes en previsión de tener que cubrir posibles faltantes. En consecuencia, el saldo de dichos depósitos se redujo a prácticamente cero en diciembre de 1993.

El retiro de los anteriores depósitos se compensó en su momento con una reducción de igual magnitud en el crédito interno neto del Banco de México. Ello, a fin de que este cambio institucional no tuviera efectos monetarios. Las operaciones de esterilización repercutieron en una contracción del crédito interno neto del Banco de México (19,169 millones de nuevos pesos), lo cual permitió mantener la trayectoria de la oferta de base monetaria en línea con la evolución de la demanda de este agregado.

El esfuerzo de esterilización desplegado por el Banco de México durante los dos primeros trimestres de 1993 merece atención especial debido a que en ese periodo el influjo de capital fue de excepcional cuantía (alrededor de 15,000 millones de dólares). De ello se derivó una presión expansionista continua sobre la oferta de base monetaria, en un momento en el que la demanda de este agregado mostraba especial debilidad. Esto último se debió a cuatro causas principales: a la contracción estacional de la demanda de efectivo por parte del público, a la menor demanda de los bancos de depósitos en el Banco de México, a la desaceleración de la actividad económica y a las altas tasas de interés.

La contracción de la demanda de base monetaria fue relativamente modesta en el tercer trimestre y el flujo de capitales disminuyó ligeramente. En consecuencia, el esfuerzo de esterilización pudo ser reducido, sin poner en peligro las metas de la política monetaria.

Durante el cuarto trimestre, el crecimiento estacional de la demanda de base monetaria absorbió buena parte de la expansión del dinero primario causada por la monetización de las entradas de capital.

En 1993 la tasa de crecimiento nominal anual del saldo de M1 fue de 18.8 por ciento y resultó superior en 3.7 puntos porcentuales a la de 1992. Así, dada la reducción de la inflación, lo anterior significó que el incremento real pasara de 2.8 por ciento en 1992 a 10 por ciento en 1993.

De enero a septiembre de 1993 la tasa de crecimiento nominal de M1 mostró una tendencia creciente, fenómeno que fundamentalmente se explica por el comportamiento de las cuentas de cheques. El componente en moneda nacional de ese concepto registró tasas crecientes de incremento anual en ese periodo.

Como consecuencia de la autorización que se concedió a los bancos para pagar interés en las cuentas de cheques, y también como resultado de las reformas a la regulación relativa a los fideicomisos de inversión, se ha observado una transferencia masiva de recursos hacia las cuentas de cheques como proporción del saldo de M1 ha aumentado drásticamente. Por lo anterior es que resulta tan desorientador llegar a conclusiones simplistas acerca de la evolución futura de los precios si se atiende únicamente al comportamiento mostrado por M1.

Como proporción del PIB el saldo nominal de billetes y monedas creció modestamente al pasar de 3.7 por ciento al cierre de 1992 a 3.8 por ciento al cierre de 1993.

En 1993, el saldo real de M4 aumentó 17.9 por ciento, incremento superior en casi 11 puntos porcentuales al observado en 1992. Empero, este resultado debe ser interpretado con cautela ya que en 1992 ocurrió un fenómeno que no estuvo presente en 1993: la liquidación de activos financieros incluidos en M4, con el fin de realizar pagos por las empresas públicas que el sector privado adquirió dentro del proceso de privatización llevado a cabo por el Gobierno.

Al cierre de 1993 el saldo de M4 en relación con el PIB fue de 52.7 por ciento, 7.1 puntos mayor que el registrado un año antes.

La estructura del flujo efectivo de M4 fue en 1993 substancialmente distinta a la del año previo. Destaca en esa transformación la menor importancia relativa de la captación de la banca de desarrollo que aumentó de 11.9 a 13.1 por ciento. En contraste, el flujo de valores del sector público en poder del sector privado creció de 3 por ciento del flujo de M4 en 1992 a 32.8 por ciento en 1993. La contribución al flujo de M4 de la captación obtenida por empresas no bancarias disminuyó en el lapso de referencia, al pasar de 11.8 a 4.8 por ciento, finalmente, la parte del flujo de M4 que tuvo su origen en los recursos captados por el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) aumentó en el mismo periodo, de 7.2 a 8.3 por ciento.

En 1993, un total de 28,339 millones de nuevos pesos, es decir el 22.3 por ciento del incremento de M4, correspondió a adquisiciones de activos financieros realizadas por residentes del exterior, fundamentalmente de valores gubernamentales e instrumentos de la banca comercial.⁶²

IV.4.3 Evolución del Financiamiento Interno Total

En 1993 la tasa de crecimiento real del saldo promedio del financiamiento interno otorgado por el sistema financiero institucional al sector público y al sector privado fue de 9.6 por ciento. Ello, como resultado de una disminución

⁶² Op. Cit. Pág. 51 -58.

de 35.3 por ciento en el financiamiento canalizado al sector público y de un incremento de 25.8 por ciento en el asignado al sector privado.

La contracción real durante 1993 del financiamiento al sector público, obedeció fundamentalmente a la reducción experimentada en el período por el superávit que incluye ingresos extraordinarios por la desincorporación de empresas públicas como para el que los excluye.

La evolución en 1993 del financiamiento interno al sector privado respondió a varias causas: la discrepancia entre las tasas de interés reales *ex-ante* y *ex-post*, la desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía y el proceso de reestructuración de las finanzas de algunas empresas y personas con el fin de aligerar la carga de su deuda.

Al cierre de 1993, el saldo respecto al PIB del financiamiento interno al sector privado llegó a un nivel de 44.9 por ciento y representó el 87.4 por ciento del financiamiento interno total.

En 1993, el flujo de financiamiento otorgado por la banca comercial (incluyendo sus agencias en el exterior) a empresas y personas físicas fue de 87,235 millones de nuevos pesos, resultado que implicó que el saldo real de este agregado creciera en el año 17.9 por ciento. Registrando una tasa de incremento nominal anual de 27.3 por ciento (817.9 por ciento en términos reales). El flujo que se canalizó a empresas y personas físicas con actividad empresarial ascendió a 71.8 por ciento del flujo total, lo que implicó un crecimiento nominal del financiamiento canalizado a personas físicas (sin actividad empresarial) que fue de 24,542 millones de nuevos pesos, es decir, de 27.5 por ciento (18 por ciento en términos reales).

Continuando con la tendencia tomada a partir de 1988, la relación entre la cartera vencida (amortizaciones de capital e intereses vencidos) y la cartera total (vigente, vencida y redescontada) de la banca comercial mostró un deterioro en el año. De un nivel de 5.3 por ciento en diciembre de 1992 llegó a 7.1 por ciento en diciembre de 1993.

De diciembre de 1992 a diciembre de 1993, los bancos comerciales de cobertura nacional fueron los que sufrieron un mayor deterioro en su coeficiente de cartera vencida. Pero el incremento de la cartera vencida en 1993 no fue un fenómeno privativo de la banca comercial. Este se hizo también patente en las empresas de factoraje y de arrendamiento financiero. En el primer caso, el coeficiente de cartera vencida avanzó de diciembre de 1992 a diciembre de 1993 de 5.5 a 8.2 por ciento y en el segundo de 5.1 a 9.4 por ciento.⁶³

IV.4.4 Tasas de Interés

En 1993 se observó una disminución en el nivel promedio de las tasas de interés nominales en relación con las de 1992.

Al término de 1993, el rendimiento nominal anual del Cete a 28 días se ubicó en 11.78 por ciento, nivel inferior en 5.1 puntos porcentuales al alcanzado en diciembre de 1992.

El rendimiento nominal anual de las nuevas emisiones de Papel Comercial pasó de 27.22 por ciento en diciembre de 1992 a 17.65 por ciento en el mismo mes de 1993. En cuanto a los indicadores del costo de los pasivos bancarios - o sea CPP- su nivel observado en diciembre de 1993 fue de 14.68 por ciento, inferior al registrado en diciembre de 1992 de 22.76 por ciento.

En enero de 1993 apareció por primera vez la tasa de interés interbancaria promedio (TIIP). La TIIP fue diseñada para fungir como indicador líder del costo del dinero en el mercado bancario mexicano. Ello debido a que el costo porcentual promedio (CPP) incluye el costo de captaciones tanto de períodos anteriores como del corriente y no necesariamente recoge las condiciones prevalecientes en el mercado.

⁶³ Op. Cit. Pág. 58 - 67.

La TIIP pasó, en promedio, de un nivel de 22.52 por ciento en enero de 1993 a 13.69 por ciento en diciembre de ese año.

Durante 1993, la tasa activa nominal pagada en promedio por las empresas usuarias de crédito registró disminución, alcanzando en diciembre de 1993 un nivel de 19.42 por ciento, 9.59 puntos menor que el del cierre de 1992.

Al cierre de 1993 el diferencial nominal acumulado en 12 meses entre la tasa activa promedio y el CPP fue de 6.09 puntos porcentuales. Con todo, a pesar de la favorable evolución en 1993 del margen financiero, éste continúa siendo amplio y es uno de los factores explicativos del nivel relativamente elevado que aún tienen las tasas activas. En cuanto a su origen, la amplitud del margen se debe a una variedad de causas. Tampoco es exclusivamente atribuible a la falta de competencia en el mercado financiero. Hay otras razones, entre ellas, la carencia hasta recientemente de una normatividad que permita contar con una buena información sobre los sujetos de crédito potenciales, la dificultad para cargar a los usuarios de los distintos servicios bancarios los costos respectivos, y la duración y costo de los procesos judiciales. En 1993 se agregó a las razones mencionadas el aumento de las carteras vencidas.

Por su parte, las tasas de interés reales mensuales fueron, en promedio, más elevadas en la primera mitad de 1993 que en la segunda. Las tasas de interés reales mensuales promedio del Cete a 28 días fueron durante el segundo semestre de 1993, incluso más bajas que las de igual período del año anterior.

El comportamiento de las tasas de interés reales en 1993 se explica en buena medida porque, especialmente durante el primer semestre, la inflación observada fue menor que la esperada por la mayoría de los agentes económicos. Un segundo factor de influencia fue el robustecimiento de la demanda global de crédito en relación con su nivel de 1992. Así desde el inicio del año las tasas de crecimiento del saldo real de financiamiento a los sectores público y privado fueron más elevadas que en el año anterior.

IV.4.5 Medidas de Política Monetaria

A fin de continuar con el proceso de modernización del sistema financiero, en 1993 el Ejecutivo Federal sometió al Congreso Federal diversas iniciativas de reforma a las leyes que regulan a las entidades financieras.⁶⁴

IV.4.5.1 Ley de Instituciones de Crédito y Ley para Regular las Agrupaciones Financieras

Se amplió el objeto social de las instituciones de crédito a fin de que puedan celebrar operaciones de arrendamiento financiero y se liberó el plazo para la celebración de las operaciones de reporte.

Se estableció que el capital mínimo requerido para constituir un banco sea del 0.12 por ciento del capital neto del sistema, ya que se consideró que para medir el crecimiento del sistema bancario es mejor referencia el capital neto del propio sistema que su capital pagado y reservas.

Por otro lado, se denominó a las sociedades comprendidas en la fracción IV del artículo 103 de la Ley de Instituciones de Crédito, como sociedades Financieras de Objeto Limitado y se incluyó a éstas dentro de las entidades que pueden integrar un grupo financiero.

IV.4.5.2 Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito

Con el objeto de que estén en posibilidad de cumplir con la función de financiamiento, a los Almacenes Generales de Depósito se les autorizó para que puedan obtener préstamos y créditos de instituciones de crédito, de seguros y de fianzas del país o de entidades financieras del exterior, así como

⁶⁴ Op. Cit. Pág. 93.

a emitir obligaciones subordinadas y demás títulos en serie o en masa para su colocación entre el gran público inversionista.

A las Arrendadoras Financieras se les autorizó a que puedan obtener préstamos y créditos de instituciones de fianzas y emitir obligaciones subordinadas y otros títulos de crédito en serie o en masa.

Para las Empresas de Factoraje Financiero, a fin de aumentar la canalización de financiamiento a sus clientes, se eliminó la prohibición de aplicar los recursos provenientes de la colocación de títulos de crédito entre el gran público inversionista en contratos de factoraje con recurso y se suprimió la previsión de que el Banco de México emitirá disposiciones de carácter general para regular la emisión de obligaciones subordinadas y demás títulos de crédito en serie o en masa.

IV.4.5.3 Ley del Mercado de Valores

Se previó que se puedan llevar a cabo operaciones de oferta pública de títulos, valores o documentos extranjeros en territorio nacional, previo cumplimiento de algunos requisitos, tales como obtener la inscripción de los títulos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios así como la autorización de la oferta pública por parte de la Comisión Nacional de Valores.

Se redefinió lo que debe entenderse por información privilegiada. Con ello se suprimió la facultad de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para expedir disposiciones y criterios relativos a esta materia, indicándose que la Comisión Nacional de Valores será la facultada para resolver consultas al respecto, así como para determinar la forma y términos a que habrán de ajustarse las emisoras que dispongan de tal información para hacerla del conocimiento del público. Como complemento de lo anterior, se amplió el listado de los sujetos que se presume puedan tener acceso a información privilegiada.

IV.4.5.4 Ley de Sociedades de Inversión

Se reformaron diversos artículos con el objeto de uniformar la terminología que se utiliza en el resto de los ordenamientos legales del sistema financiero.

Con el fin de dotar a las Sociedades de Inversión de condiciones de operación competitivas para hacer frente a la apertura y globalización, se derogó la prohibición de adquirir valores extranjeros y se les facultó para realizar operaciones de préstamo de valores, sujetándose a las disposiciones que al efecto expida el Banco de México.

IV.4.5.5 Apertura Financiera a través de Tratados Internacionales

El Tratado de Libre Comercio de América del Norte, celebrado por nuestro país con los gobiernos de los Estados Unidos de América y Canadá, fue promulgado y publicado en el mes de diciembre de 1993, comenzando su vigencia a partir del 1° de enero de 1994.

En la quinta parte de dicho Tratado relativa a Inversión, Servicios y Asuntos Relacionados, se incluyó el Capítulo XIV sobre Servicios Financieros, en el cual se señalan los principios generales que regirán el comercio de tales servicios.

Bajo el esquema mencionado, México asume, entre otras, la obligación de permitir mediante la figura de filiales, el establecimiento en el territorio mexicano de intermediarios financieros de origen canadiense o estadounidense. Sin embargo, la apertura no será igual para todos los tipos de intermediarios, ya que para algunos será inmediata y para otros gradual y progresiva.

Existirá apertura inmediata para el establecimiento de filiales de Instituciones de Fianzas, Almacenes Generales de Depósito, Uniones de Crédito, Sociedades de Ahorro y Préstamo, Casas de Cambio, especialistas bursátiles, Sociedades de Inversión y Controladoras de Sociedades de Inversión.

En contraste, respecto de Instituciones de Crédito, Casas de Bolsa, Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Instituciones de Seguros, Empresas de Factoraje Financiero y Arrendadoras Financieras, la apertura será gradual y progresiva. Gradual, porque durante un periodo de transición de seis años, contados del 1o. de enero de 1994 al 31 de diciembre de 1999, para que una institución financiera del exterior establezca en nuestro territorio filiales de cualquiera de los tipos de instituciones arriba mencionados, existirán límites de mercado globales y en algunos casos individuales, calculados como un porcentaje del "capital" agregado de todas las instituciones financieras del mismo tipo en México. Progresiva, porque los primeros límites señalados, se incrementarán anualmente durante la transición, hasta que junto con los límites individuales se eliminen al final de dicho periodo.

IV.4.5.6 Desmonetización de los Billetes Denominados Únicamente en Pesos

En diciembre de 1993 se crea una nueva unidad del sistema monetario. El Banco de México expidió la Resolución por la que se desmonetizan los billetes denominados únicamente en pesos.

En dicha Resolución se estableció que a partir del 1o. de enero de 1996, dejarán de tener poder liberatorio todos los billetes denominados únicamente en pesos. También se señaló que del 23 de diciembre de 1993 y hasta el 31 de diciembre de 1995, el Banco de México y las instituciones de crédito canjearán ilimitadamente, a la equivalencia de mil a uno, los billetes denominados en pesos, por billetes y monedas metálicas denominados en nuevos pesos; y que después del 1o. de enero de 1996 y hasta nuevo aviso, los citados billetes mencionados en pesos seguirán canjeándose por el Banco de

México, directamente o a través de sus corresponsales, por billetes y monedas de curso legal.⁶⁵

IV.4.5.7 Otras Medidas

Con el propósito de contar con tasas de interés interbancarias promedio (TIIP) que reflejen con oportunidad las condiciones del mercado de dinero y que sean del conocimiento del público, en enero de 1993, el Banco de México estableció un procedimiento para determinar con la participación de las instituciones de crédito de banca múltiple y el Citibank, S.A., Sucursal México, tales tasas de interés a diferentes plazos.

1. Las instituciones de crédito interesadas en participar en la determinación de la o las tasas de interés interbancarias promedio deben manifestarlo por escrito al Banco de México.
2. El Banco de México debe informar por escrito a las instituciones participantes el plazo y el monto por los que podrán presentar cotizaciones de tasas de interés.
3. Las cotizaciones de tasas de interés deben ser presentadas al Banco de México por las instituciones participantes, el día hábil inmediato siguiente a aquél en que se realicen subastas de valores gubernamentales en el mercado primario de acuerdo a las disposiciones emitidas al efecto por el Banco de México. Únicamente puede presentarse una cotización para cada combinación de plazo y monto que el Banco de México haya informado.
4. Una vez que el Banco de México obtenga cotizaciones de cuando menos seis instituciones participantes, procede a calcular la tasa de interés interbancaria que corresponda, eliminando del cálculo aquéllas que difieran significativamente de la mayoría de las cotizaciones recibidas y obteniendo finalmente un promedio aritmético de éstas.
5. En caso que el Banco de México no pueda determinar la tasa de interés interbancaria promedio de conformidad con lo señalado en el inciso 4, o que, a su criterio, detecte colusión entre las instituciones participantes,

⁶⁵ Op. Cit. Pág. 273 - 286.

determinará la tasa considerando las condiciones prevalecientes en el mercado de dinero.

6. Las tasas de interés interbancarias promedio se dan a conocer a la Bolsa Mexicana de Valores a más tardar a las 14:00 horas del día de la determinación y se publican en el Diario Oficial de la Federación el día hábil bancario inmediato siguiente. Asimismo se publica el nombre de las instituciones que participaron en su determinación.
7. A solicitud del Banco de México, las instituciones participantes que hayan presentado cotizaciones deben aceptarle o constituirle depósitos por el plazo y hasta por el monto, respecto de los cuales hayan presentado la cotización correspondiente. La tasa de interés que devengarán los depósitos que constituya el Banco de México será igual a la tasa de interés que la institución participante haya cotizado, menos el diferencial que el propio Banco de México haya dado a conocer en el mismo escrito a que se refiere el inciso 4, y la tasa de interés de los depósitos que le constituyan las instituciones participantes será igual a la tasa de interés cotizada, más el diferencial referido.

Cabe destacar que el Banco de México escucha previamente la opinión de las instituciones participantes para determinar el plazo, monto y el diferencial por los que se podrán presentar cotizaciones.

En febrero de 1993, el Banco de México estableció que previamente al inicio de operaciones del mercado, podría efectuar traspasos de fondos en moneda nacional, fecha valor "día hábil anterior", entre las cuentas que lleva a las instituciones de crédito. Asimismo, el Banco de México dispuso que durante el horario en que se efectuaran los traspasos referidos, podría realizar operaciones crediticias y operaciones con valores gubernamentales con las instituciones de crédito, si a su juicio fuese conveniente para la regulación monetaria.

Al efecto, comunicó que a partir del 2 de marzo de 1993, podrá efectuar subastas de crédito, de depósito, así como de compraventa y reporto de valores gubernamentales en el mercado secundario en los términos y para los propósitos descritos.

Por subastas de dinero se entiende las que el Banco de México realice para ofrecer crédito o recibir depósito a plazo, y por subastas de valores se entiende a las que efectúe con las instituciones en el mercado secundario, para comprar, vender o reportar Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) y Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).

En febrero de 1993 el Banco de México estableció un nuevo procedimiento para determinar los sobregiros en la Cuenta Única en moneda nacional, que entró en vigor a partir del 1o. de marzo del mismo año, con el objeto de coadyuvar a que se disminuya la volatilidad de las tasas de interés correspondientes a operaciones que se efectúen en el mercado de dinero y de simplificar el régimen de intereses aplicable a dichos sobregiros, aplicando la misma tasa de interés a todos los sobregiros que presenten las instituciones de crédito en la Cuenta Única en moneda nacional.

Dado el carácter de su legal estancia en México y los servicios que prestan en el país, el Banco de México autorizó que a partir del 29 de marzo de 1993, las instituciones de crédito puedan recibir depósitos en cuenta de cheques denominados y pagaderos en dólares de los Estados Unidos de América, a favor de las representaciones oficiales de gobiernos extranjeros, organismos internacionales e instituciones análogas, ciudadanos extranjeros que presten sus servicios en tales representaciones, organismos e instituciones, así como de corresponsales extranjeros, al igual que de personas físicas domiciliadas en poblaciones localizadas en una franja de 20 kilómetros paralela a la línea divisoria internacional norte del país o en los estados de Baja California y Baja California Sur y de personas morales domiciliadas en cualquier parte del país.

En junio de 1993, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público expidió las reglas a que deberán sujetarse las sociedades financieras de objeto limitado. En ellas se establecen las bases para su organización y funcionamiento.

Las sociedades financieras de objeto limitado gozarán de autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para operar, siempre y cuando estén constituidas como sociedades anónimas y tengan como objeto social captar

recursos provenientes de la colocación de instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como otorgar créditos para determinada actividad o sector.

Durante 1993, la Comisión Nacional de Valores realizó ciertas adecuaciones a las Disposiciones de carácter general aplicables a los documentos denominados Títulos Opcionales (Warrants), con objeto de impulsar el desarrollo de estos títulos. Con ello, se perfeccionaron los esquemas de emisión, se amplió la gama de títulos subyacentes y se permitieron, con la previa autorización del inversionista, las operaciones en cuentas discrecionales.

Asimismo, se estableció que previa solicitud debidamente justificada, la Comisión Nacional de Valores podrá autorizar que las casas de bolsa y las instituciones de crédito emitan títulos opcionales referidos a acciones de media bursatilidad.

Por otra parte, se possibilitó a las casas de bolsa para emitir títulos opcionales referidos al Índice Nacional de Precios al Consumidor, enriqueciendo la gama de instrumentos a disposición del público inversionista.

IV. 5 POLÍTICA MONETARIA EN 1994

Sin duda lo más "destacado" de la política monetaria en 1994 fue la devaluación del peso respecto al dólar en diciembre. Es por eso que debemos dar un seguimiento especial al mercado de cambios, cosa que haremos en la primera sección de este apartado.

IV.5.1 El Mercado de Cambios en 1994

Durante 1994, la política monetaria se orientó en todo momento a evitar una expansión excesiva de la base monetaria. Este fue un año que se caracterizó por una inusual presión sobre el mercado de cambios que redundaron en la pérdida de las reservas internacionales. Como sabemos, para evitar los trastornos resultantes de las variaciones en la liquidez producidas por la intervención del Banco de México en dicho mercado, el Instituto Emisor esteriliza o repone, según sea el caso, la inyección o sustracción de liquidez consecuencia de su intervención. Durante 1994, el Banco de México se vio obligado a realizar ventas cuantiosas de moneda extranjera para defender el techo de la banda de flotación. La liquidez perdida fue repuesta en el mercado de dinero, para lo cual se amplió el crédito interno neto. Esta expansión se limitó únicamente a atender la demanda de billetes y monedas y a reponer las pérdidas de base monetaria causadas por las disminuciones de reservas internacionales asociadas a los acontecimientos políticos y delictivos que caracterizaron a 1994.⁶⁶

Si observamos el comportamiento del crédito interno neto del Banco de México podemos apreciar que su aumento en 1994 se debió a que hubo un descenso en las reservas internacionales, lo que sugiere que no ocurrió al revés, es decir, que las reservas cayeron como consecuencia de la expansión de crédito interno. La aportación de liquidez que hacía el banco central nunca

⁶⁶ Secuestros de empresarios prominentes, el conflicto en Chiapas, el asesinato del candidato del PRI a la presidencia de la República Lic. Luis Donald Colosio, la renuncia del Secretario de Gobernación y las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu que despertaron graves preocupaciones sobre la estabilidad del sistema político mexicano. Cf. Banco de México. *Informe Anual 1994*. Pág. 62-3.

representó una inyección monetaria neta, pues simplemente sustituía aquella que se retiraba a consecuencia de la disminución de las reservas internacionales. De ahí que la relación de causalidad sea que el abatimiento de las reservas provocó el incremento en el crédito interno neto, sin crear un exceso de base monetaria.⁶⁷

Otro aspecto importante a resaltar en este año es la famosa colocación de Tesobonos, instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio. Según el Banco de México, la colocación de Tesobonos tuvo por objeto disminuir las presiones sobre el mercado cambiario. Esto se hizo en lugar de incrementar las tasas de interés, ya que se pensó que un posible incremento en el costo del crédito en la economía, hubiera sido un problema considerable para deudores e intermediarios financieros, ya que los niveles eran relativamente altos incluso hasta mediados de noviembre de 1994, además de que se hubiera creado una situación de nerviosismo innecesaria que provocaría turbulencias adicionales en el mercado de cambios. Así pues a partir de abril de 1994 el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público hicieron posible la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes, Ajustabonos) por los Tesobonos. Sin embargo, dada la creciente percepción que se fue difundiendo entre los inversionistas sobre la existencia de problemas mayores en el tipo de cambio, aumentó la demanda de Tesobonos.⁶⁸

Como sabemos el régimen cambiario adoptado el 10 de noviembre de 1991 se mantuvo vigente hasta casi el final de 1994. Aquel consistía en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. La finalidad de la banda cambiaria de amplitud creciente fue la de dar gradualmente mayor flexibilidad al tipo de cambio para que éste se fuera ajustando a las condiciones imperantes en la economía. Este régimen se sostuvo hasta el 19 de diciembre de 1994. El día 20 del mismo mes se elevó la banda 15.3 %, conservándose el ritmo de desliz hasta entonces vigente. Esta fórmula no resultó sostenible, por lo que el esquema general de banda se

⁶⁷ Banco de México. Op. Cit. Pág. 62 y ss.

⁶⁸ *Ibidem*

abandonó pasándose a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre de 1994.⁶⁹

Considerando todo 1994, el peso mexicano se devaluó en 71% con respecto al dólar de Estados Unidos. A continuación daremos cuenta de algunas de las causas más importantes por las cuales el tipo de cambio estuvo sujeto a intensas presiones.

Primeramente, en febrero las tasas de interés en Estados Unidos empezaron a elevarse, ello provocó una rápida depreciación de la moneda nacional dentro de la banda de flotación. Esto como consecuencia de que ante el alza en los réditos en Estados Unidos, muchos inversionistas decidieron no seguir canalizando recursos a México.

Otro aspecto a considerar es la disminución del precio de los bonos Brady a la par. Para invertir recursos en México, los extranjeros utilizaron socorridamente la adquisición de bonos Brady a la par, cuyo precio depende fundamentalmente de la tasa de los bonos de muy largo plazo del tesoro de los Estados Unidos. Entonces, al aumentar abruptamente dicha tasa a partir de febrero de 1994, el precio de los bonos a la par se desplomó en cerca de 15% tan sólo en el curso del mes. Esto fue causa de que también cayeran súbitamente los precios de las acciones de las sociedades de inversión abiertas especializadas en títulos mexicanos, lo cual generó intranquilidad entre los inversionistas.⁷⁰ Para dar salida a dichos accionistas, las aludidas sociedades empezaron a vender sus activos más líquidos que resultaron ser Cetes a diferentes plazos. Estas ventas y las correspondientes adquisiciones de moneda extranjera presionaron al tipo de cambio y, a la postre a las tasas de interés nacionales.

A lo anterior hay que agregar que a través de los años la tasa de rendimiento de los bonos a la par se había convertido en la "tasa piso" de las emisiones de bonos en moneda extranjera con riesgo México. Al aumentar

⁶⁹ *Ibidem*

⁷⁰ En el período 1990 - 1994, la fórmula utilizada por los extranjeros para invertir recursos en México fue la adquisición de acciones de sociedades de inversión abiertas que, ante la expectativa de grandes utilidades, se especializaron en tomar riesgos de "países emergentes".

significativamente el rendimiento de los citados bonos,⁷¹ el costo del financiamiento exterior de empresas y bancos mediante la emisión de valores se elevó substancialmente.

Por otra parte, es pertinente recordar que el 15 de noviembre de 1994 el Sistema de la Reserva Federal de los estados Unidos decidió aumentar en 75 puntos base la tasa de fondos federales (tasa líder en el mercado de dinero de dicho país), siendo ésta la acción más restrictiva de la política monetaria que se había adoptado en ese país desde 1990. Además, en los mercados financieros internacionales se anticipaba que el Fed decidiría aumentar nuevamente la tasa de fondos federales en la reunión de su Comité de Operaciones Mercado Abierto el 20 de diciembre de 1994. Estos eventos presionaron nuevamente al alza todas las tasas de interés en dólares, transmitiéndose dichas presiones a las tasas de interés mexicanas. El aumento en estas últimas provocó pérdidas de capital adicionales a inversionistas tanto nacionales como extranjeros, lo que indujo fugas de capital.⁷²

Finalmente, como consecuencia de todo lo dicho anteriormente, el 19 de diciembre 1994 por la tarde, la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario hasta entonces vigente, comunicando en el seno del "Pacto" su decisión de pasar a un régimen de flotación. Sin embargo, como último recurso previo a abandonar el régimen de flotación manejada, se intentó elevar el techo de la banda. Pero no hubo éxito y se desencadenó la devaluación.

IV.5.2 Evolución de los Agregados Monetarios

En 1994 la demanda de billetes y monedas fue virtualmente igual a la demanda de base monetaria. Ello, en razón de que las instituciones de crédito no están obligadas a mantener saldos positivos en su cuenta corriente con el banco central.⁷³

⁷¹ En respuesta al aumento de las tasas externas.

⁷² Op. Cit, P. 64

⁷³ Ibidem.

La tendencia al aumento de la demanda por billetes y monedas se explica por el mayor crecimiento de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 1994, así como por la menor inflación. Empero, cabe mencionar otras razones de dicho aumento. En primer lugar, la sustitución de cheques por billetes y monedas. Esto es consecuencia de que los bancos comerciales aumentaron considerablemente los cargos que aplican por manejo de las cuentas de cheques y por cheque librado, y en algunos casos aumentaron también las comisiones por "aniversario". Además, a partir de abril de 1994, las tasas pagadas por los bancos sobre los saldos en cuentas de cheques empezaron a ser substancialmente menores que otras pasivas. En segundo lugar tenemos la reducción del uso de las tarjetas de crédito. Entre diciembre de 1993 y diciembre de 1994 el número de tarjetas de crédito vigentes se redujo en 4.7%.

Los dos puntos anteriores permiten arribar a la conclusión de que el incremento más que proporcional al del PIB nominal de los billetes y monedas en circulación (y por lo tanto de la base monetaria) durante 1994, se debió a un aumento en su demanda causada por las razones expuestas y no por una política monetaria laxa.⁷⁴

Por su parte, el agregado monetaria amplio (M4) continuó con su tendencia de crecimiento iniciada cinco años antes. Así, durante 1994 M4 creció en términos a una tasa promedio anual de 14.2 %, a pesar de los problemas políticos y delictivos ya comentados que causaron que en algunos lapsos del año se movieran recursos al exterior. El saldo promedio de M4 como proporción del PIB⁷⁵ alcanzó en 1994 su nivel histórico más alto, 51.1 por ciento.

Destaca en el año objeto de este apartado, un cambio en la composición de M4, en favor de la captación bancaria, la cual alcanzó, dentro de dicho agregado, el 65.3% del saldo total. Asimismo, se observó una disminución de la participación de los valores gubernamentales dentro del agregado citado. Esto se explica por la compra de valores del gobierno que llevó a cabo el

⁷⁴ Op. Cit. Pág. 70 - 72

⁷⁵ Penetración financiera.

Banco de México para esterilizar el impacto monetario de la pérdida de reservas internacionales.⁷⁶

IV.5.3 Financiamiento Interno Total

Durante 1994, el financiamiento interno total canalizado a los sectores público y privado a través del sistema financiero institucional tuvo un aumento promedio de 19.7 % en términos nominales y de 11,8% en términos reales.⁷⁷

En 1994 el sector público amortizó recursos netos al sistema financiero, mismos que fueron canalizados al sector privado. En cuanto a la distribución del financiamiento bancario entre empresas y personas físicas con actividad empresarial, y personas físicas que no declararon tener dicha actividad, el primer grupo fue el que recibió mayores recursos.

En 1994 la cartera vencida (por concepto de capital e intereses) de la banca comercial continuó aumentando. El coeficiente de dicha cartera respecto al total pasó de 7.2 % en diciembre de 1993 a 8.3% en 1994. Debe señalarse que este coeficiente se redujo en diciembre pasado, al aumentar más que proporcionalmente el valor en pesos de la cartera total que el de la vencida, a consecuencia de la devaluación de finales de dicho mes. Un mes antes el coeficiente de cartera vencida a cartera total era de 9.1 por ciento. Por su parte, durante 1994, el coeficiente de cartera vencida a total de la banca de desarrollo (incluyendo capital e intereses) fue de 2.9%, comparada con 3.8 % en 1993. Dentro de la cartera vencida de la banca comercial, el componente que más aumentó en 1994 fue el capital vencido.⁷⁸

⁷⁶ *Ibidem*

⁷⁷ *Op. Cit.* P. 77

⁷⁸ *Op. Cit.* P. 78

IV.5.4 Reformas al Sistema Financiero

En 1994 se continuó con el proceso de modernización y actualización del marco regulador del sistema financiero, iniciado años atrás. Entre las principales reformas y adecuaciones al marco regulador del sistema financiero se encuentran los ajustes tendientes a la simplificación de requisitos de autorización para la realización de ciertas operaciones por las instituciones de banca múltiple; las modificaciones al régimen aplicable a las casas de bolsa en las operaciones de reporto, con el fin de uniformarlo con aquél aplicable a las instituciones de crédito; y la obligación de que las casas de bolsa mantengan prácticamente equilibrados diariamente sus activos y pasivos sujetos a riesgo cambiario.⁷⁹

IV.5.4.1 Reportos y Subastas de Dinero y de Valores Gubernamentales

Con el objeto de proporcionar mayor liquidez al mercado de valores gubernamentales, se incluyeron a los Ajustabonos y Tesobonos dentro de los valores que pueden ser objeto de subastas en el mercado secundario que el Banco de México realiza con la banca y se aumentó el monto de las posturas de cien a mil nuevos pesos, tratándose de valores denominados en moneda nacional, mientras que en el caso de Tesobonos, las posturas deberán estar expresadas en múltiplos de mil USD.

A fin de que los reportos de valores gubernamentales que se celebran mediante el procedimiento de subastas antes mencionado se adecuen a las necesidades del mercado, se previó un mecanismo de selección automática en el cual el Banco de México tomará de su posición, cuando actúe como reportador o de la posición de las instituciones de crédito cuando actúe como reportador, los valores objeto de reporto en el orden siguiente: Cetes, Bondes, Ajustabonos y Tesobonos, cada uno de éstos conforme al orden ascendente de su plazo de vencimiento.

⁷⁹ Para mayor detalle sobre estas reformas y otras adicionales véase el anexo 7, así como el anexo 8 "La Reforma al Sistema de Pagos" en: Banco de México, *Informe Anual, 1994*.

El régimen aplicable a las casas de bolsa en las operaciones de reporto fue objeto de varias modificaciones con el fin de uniformarlo con aquél aplicable a las instituciones de crédito y de facilitarles las operaciones de reporto con valores gubernamentales.⁸⁰

IV.5.4.2 Operaciones de Crédito de las Casas de Bolsa

Las Casas de Bolsa, a partir de noviembre de 1994, pueden recibir de entidades financieras del exterior créditos para financiar posiciones propias de valores, debiendo constar estos créditos por escrito y estar denominados en moneda extranjera pagadera sobre el exterior.⁸¹

IV.5.4.3 Mercado de Futuros sobre Tasas de Interés Nominales y sobre el INPC

Con el fin de que los agentes económicos cuenten con mecanismos que les permitan fijar por anticipado tasas de interés nominales y reales para cubrirse contra riesgos a los que se encuentran expuestos, a partir del 7 de noviembre se autorizó el establecimiento de un mercado extrabursátil de futuros sobre tasas de interés nominales y sobre el nivel del INPC.

Las partes que intervienen en esta operación son el intermediario que puede ser una casa de bolsa o una institución de crédito, previamente autorizadas para actuar con tal carácter por el Banco de México, y el participante, que puede ser una persona física o moral, nacional o extranjera.

En las operaciones de futuros sobre tasas de interés nominales, las partes acuerdan el nivel que tendrá la tasa de interés interbancaria a plazo de 28 días en una fecha futura. Mientras que en las operaciones de futuros sobre el

⁸⁰ Op. Cit. P. 82

⁸¹ *Ibidem*

INPC, el comprador pacta con el vendedor un nivel del INPC a una quincena futura.⁸²

*IV.5.4.4 Otras Medidas*⁸³

El 21 de abril de 1994, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público publicó en el Diario Oficial de la Federación las Reglas para el Establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior. En estas reglas se establecen los requisitos para solicitar autorización para constituirse y operar como filial o como sociedad controladora filial.

Por otro lado, se creó el Comité de Apertura Financiera integrado con representantes de la Dirección General de Banca Múltiple, Seguros y Valores, Asuntos Hacendarios Internacionales y Crédito Público de la SHCP; del Banco de México, y de las Comisiones Nacionales Bancaria, de Valores y de Seguros y Fianzas, con el propósito de facilitar la coordinación del proceso de apertura financiera y proponer para consideración superior políticas homogéneas, consistentes con las obligaciones internacionales de México y el marco legal aplicable.

⁸² *Ibidem*

⁸³ Banco de México. Informe Anual 1994. Anexo 7 Pág. 210 - 223.

IV.6 POLÍTICA MONETARIA EN 1995

La estrategia económica que se siguió a partir de finales de 1994 puso especial énfasis en el abatimiento de la inflación. Sin embargo, eso no quiere decir que la reducción de la inflación se considere un fin en sí misma. Más bien, es una condición indispensable, aunque no suficiente, para alcanzar los objetivos trascendentes, como la justicia social y el crecimiento económico acelerado y sostenido.⁸⁴

Para cumplir con esto, el Banco de México cuenta con la facultad de manejar de manera autónoma su propio crédito, la cual puede definirse como la capacidad para determinar la política monetaria. No obstante contar con dicha facultad, existe una amplia gama de factores que inciden sobre el proceso inflacionario y que el Instituto emisor no puede afectar directamente, a lo que habría que agregar la evidencia de que la efectividad y el alcance de la política monetaria no son independientes del régimen cambiario en vigor. De ahí se desprende la importancia de analizar el entorno en que se aplica la política monetaria.⁸⁵

IV. 6.1 Política Cambiaria y Programa Monetario

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

Con un régimen cambiario de flotación, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, al no verse obligado a inyectar o sustraer liquidez mediante intervenciones en el mercado de cambios. Dado este esquema de flotación, la base monetaria es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del Instituto emisor. De ahí que el crédito interno neto juegue un papel preponderante en la formulación de la política monetaria y en

⁸⁴ Banco de México. Informe Anual. 1995. P. 63.

⁸⁵ Ibidem.

la constitución de un ancla que, junto con el comportamiento del crédito externo del Banco de México, sujete la evolución de los precios. Al actuar sobre la base monetaria, el banco central podrá influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de precios.⁸⁶

El 30 de enero de 1995 el Banco de México dio a conocer al público el programa monetario para ese año y que se formuló conforme a las siguientes directrices:

Límite de 10,000 millones de pesos al aumento del crédito interno neto del Banco de México. Este límite parecería suficiente para que se pudiera satisfacer el incremento anual de la demanda de base monetaria, en el evento de que la reserva internacional no aumentara. También se aclaró que el monto referido no representaba una meta sino un valor máximo. Por lo tanto se advirtió que la expansión del crédito interno neto podría ser menor. El crédito del banco central se manejaría cotidianamente a manera de que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de base monetaria esperada cada día. Sin embargo, este comportamiento podría modificarse en atención a la evolución diaria de algunos indicadores, entre ellos: la evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable; la evolución del tipo de cambio; las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada; y los resultados de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y de los especialistas en la materia.⁸⁷

No obstante la adopción del AUSEE, de una aplicación estricta de la política monetaria anunciada por el Banco de México, así como de la ampliación del Fondo de estabilización Cambiaria de América del Norte a 18,000 millones de dólares, durante los primeros meses de 1995 persistió un clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros y de cambios. Esta situación de volatilidad se explica por que los inversionistas extranjeros temieron que México no tuviera la capacidad de pago suficiente en el momento adecuado. La incertidumbre generada por ese temor ocasionó una fuerte presión sobre el tipo de cambio, al producirse fugas de capital. El tipo de cambio se depreció temporalmente a fines de enero y principios de febrero después de que se anunció la constitución y formalización de un nuevo Fondo

⁸⁶ Op. Cit. Pág. 63 - 65.

⁸⁷ Op. Cit. Pág. 66 - 67.

de estabilización de la Paridad (Paquete Financiero) que ascendió a 50,000 millones de dólares (m.d.), de los cuales 17,750 m.d. fueron comprometidos por el FMI, 20,000 m.d. por el Gobierno de Estados Unidos, 1,500 m.d. por el Banco de Canadá, 10,000 m.d. por el Banco de Pagos Internacionales y 2,787 m.d. por el Banco Mundial y el BID.

A pesar de lo anterior, volvió a surgir la presión sobre el tipo de cambio y las tasas de interés. Como consecuencia, el tipo de cambio interbancario a 48 horas a la venta alcanzó un máximo de 7.55 nuevos pesos por dólar el 9 de marzo, mientras que unos días después la tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) llegó a casi 110 %.⁸⁸

Aunado a lo anterior, la caída de la actividad económica, afectó considerablemente la capacidad de pago de las empresas y las familias endeudadas. Como es lógico, ello se reflejó en aumentos substanciales de la cartera vencida de la banca. Esta situación originó fuertes preocupaciones acerca de la solvencia de las instituciones de crédito.

Como se aprecia, la concurrencia de diversos factores adversos dio lugar a que el programa económico adoptado en enero de 1995 dejara de ser viable. Así, a principios de marzo se volvió necesario reforzar el AUSEE, surgiendo el PARAUSEE (Programa de Acción para Reforzar el AUSEE). Con el PARAUSEE se decidió que la política monetaria, a corto plazo, se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y su excesiva depreciación. Con esto se buscaba disminuir las presiones inflacionarias, limitando el impacto de la devaluación; propiciar el descenso de las tasas de interés, como resultado de la formación de expectativas de inflación decreciente; restablecer los flujos internacionales de capital hacia México; y reconstruir las reservas internacionales. En ese entonces, la Junta de Gobierno del Banco de México resolvió ratificar el límite de 10,000 millones de pesos para el crecimiento del crédito interno neto para 1995 y los demás componentes del programa monetario antes expuesto. En particular, la ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero, volviendo innecesario que su monto se aumentara más de lo programado. Un mayor incremento en los medios de pago, como algunos proponían entonces,

⁸⁸ Op. Cit. P. 68.

concomitante con la tasa de inflación, hubiera dado lugar a que ésta fuera todavía mayor.⁸⁹

Para manejar su crédito interno con mayor facilidad, en el mes de marzo el Banco de México decidió adoptar un nuevo esquema de encaje llamado promedio cero. Mediante dicho esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, tendrían que ser compensados con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hacía acreedor a una penalización. En agosto de 1995 se decidió afinar este mecanismo, al establecerse que el cumplimiento de la condición de saldo promedio cero, deberá producirse cada 28 días en la misma fecha para todas las instituciones. Este esquema facilita la conducción de la política monetaria. Así por ejemplo, si en un tiempo dado conviene restringir la demanda agregada, el Banco de México induce un sobregiro de la banca comercial en las cuentas corrientes que les lleva.⁹⁰ Para evitar la penalización, las instituciones de crédito tratan de generar excedentes de efectivo que puedan depositar en el banco central. Para hacerse de la liquidez requerida, los bancos deben contraer su crédito y/o atraer nuevos depósitos. Cualquiera de estas acciones propicia el alza de las tasas de interés y resta capacidad de gasto al público.⁹¹

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, tuvieron una gran importancia sobre el manejo de la política monetaria. A través de estas medidas, fue posible pasar de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del instituto emisor en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada al cumplimiento de objetivos cuantitativos. Al perseguirse metas cuantitativas, una resultante son las variaciones en las tasas de interés. En las circunstancias por las que atravesaba la economía mexicana, dicha política implicaba menores riesgos

⁸⁹ Op. Cit. Pág. 70 - 72.

⁹⁰ Este sobregiro puede ser fácilmente inducido si el Banco de México no repone en su totalidad los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente ha otorgado a los bancos comerciales.

⁹¹ Op. Cit. Pág. 72 - 73.

que otras en las que el Banco de México debe "adivinar" el nivel conveniente de las tasas de interés.⁹²

El Banco de México también adoptó medidas adicionales orientadas a fortalecer las ya descritas y asegurar un mejor control monetario. Entre éstas se encuentran:⁹³

Modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el banco central realiza para regular la liquidez. En el pasado, el Banco de México con frecuencia fijaba las tasas al operar en corros, o influía directamente sobre ellas al señalar sus niveles máximos o mínimos aceptables en las subastas. En la actualidad, las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre.

Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de Tesobonos en moneda extranjera. Un factor que en los primeros meses del año causó grandes fluctuaciones sobre el tipo de cambio, fue la demanda de moneda extranjera ejercida por los tenedores de Tesobonos, al convertir a dólares los pesos que obtenían de la amortización de esos títulos. Para abatir la volatilidad cambiaria consecuente, se decidió abrir una ventanilla especial en la cual los títulos podrían ser amortizados en dólares a petición del inversionista.

Impulso al mercado de futuros y opciones del peso mexicano. La existencia de un mercado eficiente de futuros de divisas es de gran utilidad para aminorar la volatilidad del tipo de cambio. Mediante las ventas o compras que se realizan en ese mercado, los exportadores e importadores, así como en general los acreedores o deudores en moneda extranjera, pueden eliminar o reducir substancialmente los riesgos cambiarios a que están expuestos y quitarle presiones al mercado cambiario al contado. De este modo, en 1995 el Banco de México expidió las disposiciones necesarias para facilitar la operación de un mercado de futuros de pesos mexicanos en el "Chicago Mercantile Exchange". Como es sabido, las transacciones referidas comenzaron a realizarse en abril.

⁹² Ibidem.

⁹³ Op. Cit. Pág. 74 - 75.

El periodo que va de mediados de marzo a mediados de septiembre se caracterizó por una relativa estabilidad financiera, como lo demuestran la cotización de la moneda nacional respecto al dólar, la cual se apreció desde marzo, para mantenerse más o menos estable en el periodo junio - septiembre. La banca mexicana recobró en el periodo aludido su capacidad para renovar la mayoría de sus pasivos externos y contraer nuevos financiamientos. La proporción de los inversionistas que acudían a la ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de Tesobonos en moneda extranjera se redujo con el tiempo, lo cual sugería que quizá parte de los recursos pagados al vencimiento de los citados instrumentos se estaba reinvertiendo en el país. México recobró en mayo su acceso a los mercados financieros internacionales. En el periodo abril-agosto, el banco central logró acumular aproximadamente 8,200 millones de dólares en reservas internacionales. La tasa de inflación mensual mostró una tendencia declinante de abril a agosto. Las tasas de interés declinaron como consecuencia de la formación de expectativas de inflación a la baja.⁹⁴

Lamentablemente, la conjugación de una serie de factores hicieron que el referido periodo de estabilidad financiera se viera interrumpido abruptamente a partir de mediados de septiembre. Las instituciones de crédito del país se vieron obligadas en septiembre a formar reservas prudenciales adicionales en moneda extranjera, para respaldar su cartera de créditos denominados en divisas de difícil cobro. Para cumplir con este precepto, los bancos adquirieron moneda extranjera en el mercado, presionando al alza el tipo de cambio. En los meses inmediatos anteriores a septiembre, se elevó la cartera vencida de los bancos y la inquietud de los deudores incumplidos fue creciendo. A pesar que a mediados de septiembre se anunció el ADE (Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores), persistió la incertidumbre sobre la solidez del sistema financiero mexicano. A finales de agosto se anunció la cifra sobre la variación del PIB del segundo trimestre de 1995 con respecto al año anterior resultando una caída de 10.5 por ciento. Esta reducción del PIB fue mucho mayor que la anticipada, lo que, junto con un sistema bancario débil, puso en serias dudas la expectativa de una recuperación económica para la segunda mitad del año y la continuidad del programa de estabilización adoptado.

⁹⁴ Op. Cit. Pág. 76 - 81.

La depreciación de la moneda nacional durante la mayor parte de septiembre coincidió con caídas importantes de la tasa de interés en pesos. Este factor, junto con lo mencionado anteriormente, hizo que algunos inversionistas sospecharan que el Banco de México había relajado su postura de política monetaria, lo que aceleró la depreciación del tipo de cambio y presionó al alza las tasas de interés. Los eventos anteriores coincidieron con la cercanía de las fechas en las que tradicionalmente se renovaban los "Pactos". Este hecho aumentó la incertidumbre sobre el programa macroeconómico que estaría en vigor en los meses subsecuentes. A finales de octubre se anunció el ARE (Alianza para la Recuperación Económica). Básicamente en este acuerdo se fortaleció el PARAUSEE y las partes firmantes ratificaron su voluntad de seguir trabajando en conjunto para alcanzar a la brevedad la estabilización. Desafortunadamente, la firma de este acuerdo coincidió con rumores de índole política y con la decisión de múltiples inversionistas del extranjero de retirar sus recursos de México. Esta combinación de factores aceleró la rápida depreciación que había mostrado el peso durante octubre, haciendo que el tipo de cambio alcanzara los primeros días de noviembre niveles superiores a 8,00 pesos por dólar, mientras que la TIIP llegó a situarse casi en 70 por ciento.⁹⁵

Toda vez que estos fenómenos no correspondían a la situación fundamental de la economía, la Comisión de Cambios resolvió que el Instituto emisor interviniera en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (300 m.d. en total). El Banco de México volvió a intervenir otras dos veces en el mercado de cambios en diciembre, vendiendo 205 m.d. en ese mes. Estas intervenciones del Banco de México fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria. Así, se propició el alza transitoria de las tasas de interés.

Durante 1995 los deudores y los intermediarios financieros atravesaron por una situación difícil, razón por la cual las autoridades consideraron conveniente apoyarlos. De esta manera, el Banco de México otorgó créditos al Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) por 37,975 m.p. y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) por 1,983 m.p. Sin embargo, el Instituto emisor evitó que los apoyos referidos se tradujeran en expansión monetaria. Al efecto esterilizó montos iguales, ya sea por medio de la reducción de sus créditos a los intermediarios financieros o en virtud de

⁹⁵ Op. Cit. Pág. 81 - 83.

depósitos constituidos en el Banco de México por el propio FOBAPROA o por los bancos apoyados por este último.

IV.6.2 Crédito Interno Neto, Base Monetaria y Agregados Monetarios.

El programa de política monetaria para 1995 también puede ser evaluado a la luz del cumplimiento por parte del Banco de México del límite establecido para el crédito interno neto. El monto de éste se redujo substancialmente desde principios del año y, en particular, a partir de mayo.

Durante el ejercicio, el crédito del Banco de México decreció en 77,688 millones de pesos (m.p.), al pasar su saldo de 24,196 m.p al 31 de diciembre de 1994 a un nivel de -53,492 al 29 de diciembre de 1995. Cabe recordar que el crédito interno neto es definido como la diferencia entre el monto de la base monetaria y el de la reserva internacional. Por lo tanto para poder explicar el comportamiento de dicho crédito es indispensable analizar la evolución tanto de la base monetaria como de las reservas internacionales.

Durante 1995, la base monetaria aumentó 9,874 m.p., mientras que los billetes y monedas en circulación lo hicieron en 9,889. La insignificante diferencia entre estas dos cifras se explica por que bajo el régimen de encaje promedio cero, los bancos no requieren tener depósitos en el banco central. Por esta razón, el comportamiento de la base monetaria dependió casi exclusivamente en su totalidad de la evolución de los billetes y monedas en circulación.

Al Analizarse el comportamiento de los billetes y monedas en circulación durante 1995, destacan dos fenómenos:

Primero, la caída del saldo de los billetes y monedas en circulación en el periodo enero-noviembre fue mayor y más prolongada que las observadas en los años anteriores durante lapsos iguales. Esto, en razón de que en el periodo considerado influyeron otros factores además de la estacionalidad, que dieron lugar a una menor demanda de dichos medios de pago. Entre estos factores están la débil actividad económica y el gran aumento de las tasas de interés, la caída de los salarios reales y el aumento del desempleo.

Y en segundo lugar, el aumento estacional de la demanda de billetes y monedas que se observa en diciembre de cada año, fue anormalmente alto en 1995. Esto correspondió principalmente a dos causas. La primera, que durante diciembre el Gobierno Federal realizó pagos de Procampo por un total mayor a 2,900 m.p., dichos pagos se efectuaron a través de cheques de la Tesorería de la Federación, los cuales suelen ser canjeados por efectivo por los beneficiarios. La segunda, que el 25 de diciembre de 1995 y el primero de enero de 1996 cayeron en lunes, por lo que los últimos dos "fines de semana" fueron de tres días. Esta circunstancia redundó en que los viernes inmediatos anteriores a dichos días de asueto, la cantidad demandada de billetes y monedas fuese mayor a la usual en esa época del año.

La mayor demanda estacional de billetes y monedas a finales de 1995 contribuyó a que la base monetaria aumentara en el año cerca de 10,000 m.p., lo cual en ausencia de los incrementos de la reserva internacional ocurridos en el transcurso del año, hubiera dado lugar a una elevación del crédito interno neto prácticamente igual a su límite para el año.⁹⁶

En 1995, el medio circulante (M1) aumentó 6,356 m.p.⁹⁷, proveniente de un aumento de 8,801 m.p. en los billetes y monedas en poder del público y de una disminución de 2,445 m.p. en los saldos de las cuentas de cheques. Durante 1995, se redujo el saldo de las cuentas de cheques en moneda nacional. Los factores que influyeron negativamente sobre el crecimiento de la demanda de billetes y monedas, que fueron mencionados anteriormente, también afectaron los saldos de las cuentas de cheques en moneda nacional. El saldo de estas últimas se vio adicionalmente influido por los menores niveles de actividad de las empresas y por los problemas de liquidez que éstas enfrentaron.

Como el diferencial entre cuentas de cheques en moneda nacional con respecto al ofrecido por otros instrumentos se amplió considerablemente, parte de los fondos de las cuentas de cheques se transfirieron a otros instrumentos bancarios.

⁹⁶ Op. Cit. Pág. 85 - 92.

⁹⁷ Descontado el efecto de la variación del tipo de cambio sobre el equivalente en pesos de las cuentas de cheques en moneda extranjera.

En sentido contrario a la evolución de los saldos de las cuentas de cheques en moneda nacional, los de las cuentas de cheques en moneda extranjera mostraron un aumento continuo a lo largo del año.

El agregado monetario en sentido amplio M4 que engloba en adición a todos los instrumentos de plazo mayor a un año y a los fondos del SAR, se vio favorecido por el aumento de los fondos del SAR y por el importante incremento registrado por el saldo revalorizado de los Ajustabonos en poder del público. Sin embargo, dicho aumento fue insuficiente para compensar la caída real del resto de los instrumentos financieros. Así, en 1995 el agregado monetario M4 mostró una disminución en términos reales de 20.6 por ciento.

El saldo de M4 como proporción del PIB se redujo de 57.7 por ciento en 1994 a 55.7 por ciento en 1995. Ello debido principalmente a la menor inversión de los extranjeros en valores del gobierno, la cual pasó de 8.6 por ciento del PIB en 1994 a 1.6 por ciento en 1995.

La tasa de crecimiento nominal del saldo de M4, una vez descontado el efecto de la variación del tipo de cambio sobre los saldos denominados en dólares, fue de 15.1 por ciento en 1995.⁹⁸

IV.6.3 Financiamiento Interno Total

El saldo del financiamiento interno neto canalizado a los sectores público y privado a través de la banca y mediante la colocación de valores, se redujo 23.6 % en términos reales de diciembre de 1994 al mismo mes de 1995. El financiamiento interno total como proporción del PIB se contrajo en 8.7 por ciento con lo que al fin de diciembre de 1995 dicha relación fue similar a la observada a mediados de 1993.

Durante 1995, el sector público amortizó recursos al resto de la economía. Por su parte, el financiamiento interno neto canalizado al sector privado cayó 18 por ciento en términos reales. La caída del saldo real del financiamiento al sector privado fue determinada por factores tanto de oferta como de demanda. La oferta de fondos prestables en la economía se vio afectada considerablemente durante 1995 por la drástica caída del financiamiento

⁹⁸ Op. Cit. Pág. 110 - 116.

externo que sufrió el país. A pesar de que las mayores tasas de inflación y expectativas inflacionarias provocaron importantes elevaciones tanto de las tasas de interés como nominales, disminuyó la tenencia real de activos financieros por parte del público. Lo anterior redundó en una menor disponibilidad de recursos reales sujetos a ser prestados. En adición, hubo otros factores que limitaron la oferta de fondos prestables en la economía durante 1995, a saber: faltantes de capital de los bancos comerciales, percepción de una menguada capacidad de pago de potenciales deudores por parte de las instituciones de crédito y escaso financiamiento a través de fuentes no bancarias.

La demanda de crédito por parte de los agentes económicos se desplomó en el transcurso del año. Las principales razones residen en: la caída de los salarios reales, el mayor nivel de desempleo y la poca seguridad de muchas personas en cuanto a la conservación de su trabajo; la caída de las ventas y los ingresos reales de la mayoría de las empresas, junto con perspectivas de corto plazo al respecto no muy alentadoras; el elevado nivel de endeudamiento de un número significativo de personas y empresas, que limitó su capacidad de incurrir en compromisos crediticios adicionales; gran incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés reales y de la inflación; y en el alto nivel de las tasas de interés.

El monto de la cartera traspasada (vigente y vencida) a FOBRAPOA y a los fideicomisos creados para administrar los créditos reestructurados en UDÍs, ascendió a 169,375 millones de pesos. Por virtud de estos traspasos se redujo el coeficiente de la cartera vencida en relación a los activos totales de la banca, al pasar éste de 17.1 por ciento en noviembre de 1995 a 15.7 por ciento en diciembre del mismo año. Por lo que respecta al coeficiente de cartera vencida de la banca de desarrollo, éste se incrementó en 2.1 por ciento durante 1995, al pasar de 3 por ciento en diciembre de 1994 a 5.1 por ciento en igual mes de 1995.

El incremento de la cartera vencida no fue privativo de la banca comercial. Este también afectó a las empresas de arrendamiento y factoraje financiero, provocando el cierre de algunas de ellas. El coeficiente de cartera vencida a cartera total de los créditos otorgados por las arrendadoras financieras pasó de 10.3 por ciento al cierre de 1994 a 20 por ciento en diciembre de 1995. En el

caso de las empresas de factoraje, el coeficiente mencionado pasó de 13.2 por ciento al fin de 1994 a 25.6 por ciento en diciembre de 1995.⁹⁵

IV.6.4 Programas de Sancamiento Bancario y de Apoyo a Deudores.

La crisis económica iniciada a finales de 1994 con la devaluación del peso mexicano tuvo importantes repercusiones sobre la salud del sistema bancario nacional. Para enfrentar este problema y con el fin de salvaguardar el patrimonio de los ahorradores y fortalecer a los intermediarios, se integró un amplio paquete de medidas.

En virtud de que las condiciones de la economía prevalecientes en los primeros meses de 1995 implicaban un marcado deterioro en la liquidez y solvencia de las instituciones, se determinó establecer medidas prudenciales que permitieran a los bancos a enfrentar eventuales pérdidas. Hacia fines de febrero de 1995, la Comisión Nacional bancaria y de Valores (CNBV) dispuso el establecimiento de un sistema más estricto de constitución de reservas para créditos en problema actual o potencial. El nuevo sistema exigió que las instituciones constituyeran reservas preventivas equivalentes al 60 por ciento de la cartera vencida o 4 por ciento de la cartera total, lo que resultara mayor.¹⁰⁰

La devaluación del peso incrementó considerablemente el valor en la moneda nacional de los créditos denominados en dólares. Además las disposiciones sobre la constitución de reservas preventivas implicaron la necesidad de recapitalizar algunas instituciones de crédito. En estas condiciones el FOBAPROA adquirió instrumentos representativos de deuda subordinada emitidos por los bancos comerciales con coeficientes de capital según la regulación inferiores al 8 por ciento. Estos títulos fueron adquiridos con recursos obtenidos del Banco de México. Sin embargo, a fin de evitar que esto diera lugar a una expansión del crédito interno neto, se determinó que los bancos comerciales depositaran los recursos así obtenidos en el propio banco central. Este esquema implica que los bancos disponen de un plazo

⁹⁵ Op. Cit. Pág. 116 - 125.

¹⁰⁰ Op. Cit. Pág. 96 - 97

relativamente largo para captar capital y pagar se deuda. El 31 de marzo se incorporaron al Programa cinco instituciones. Los créditos otorgados alcanzaron al amparo de este programa un máximo de 7,008 m.p. en el mes de mayo. Al cierre de diciembre este monto se había reducido a 3,216 m.p., en virtud de que algunos bancos que se acogieron al programa habían liquidado, en parte o en su totalidad, la deuda subordinada a su cargo.¹⁰¹

El Programa de Financiamiento para la Liquidez en Moneda Extranjera tuvo como propósito detener y eventualmente revertir, la corrida que se suscitó durante los primeros meses del año contra las obligaciones externas de los bancos comerciales. El auxilio que se les proporcionó consistió en el otorgamiento de créditos en dólares con recursos del Banco de México, los cuales se canalizaron a FOBAPROA. En su momento, el programa explicado apoyó a 17 bancos comerciales.¹⁰²

En 1995, seis instituciones fueron intervenidas por la CNBV y/o recibieron apoyo del FOBAPROA: Banpaís, Banco Obrero, Banco de Oriente, Banco del Centro, Banco Interestatal y Banco Inverlat. Además Banco Unión y Cremi, instituciones que fueron intervenidas en 1994, recibieron créditos del FOBAPROA durante 1995. Dicho fideicomiso contrató créditos con el Banco de México, sin que dicho financiamiento haya repercutido sobre el crédito interno neto del banco central. En el periodo enero-diciembre, el Banco de México otorgó créditos a FOBAPROA por 37,975 m.p. incluyendo todos los programas.¹⁰³

El Programa de Fortalecimiento de Capital con Compra de Cartera consistió en el ofrecimiento de adquirir de los bancos, contra la toma por estos de bonos a largo plazo emitidos por el FOBAPROA, créditos debidamente calificados y provisionados por un monto equivalente en la mayoría de las veces al doble del capital fresco que los accionistas aporten. Dentro de este programa, los bancos mantienen a su cargo la administración de los créditos y en la mayoría de los casos comparten los riesgos de incumplimiento. Para facilitar este proceso se aprobó una importante reforma legal a la estructura accionaria del capital social de las controladoras de grupos financieros,

¹⁰¹ Opa. Cit. Pág. 97 - 98.

¹⁰² Ibidem.

¹⁰³ Op. Cit. P. 99.

instituciones de banca múltiple y casas de bolsa, permitiendo una mayor participación de personas morales mexicanas o extranjeras.¹⁰⁴

Para afrontar el problema de los deudores para cumplir con el pago de los créditos a su cargo, se diseñó el programa de reestructuración de créditos en Unidades de Inversión (UDIs). Las UDIs son unidades de cuenta con un valor constante utilizable para denominar los créditos. El valor diario de la UDI refleja el comportamiento del INPC, aunque con un inevitable retraso de 25 días. Por consiguiente, el valor de los créditos denominados en UDIs permanece prácticamente constante en términos reales, tanto respecto al principal como a los intereses. Las autoridades han tenido que intervenir a fin de facilitar la reestructuración de numerosos créditos y su conversión a UDIs. En el mecanismo de reestructuración crediticia, participan el Gobierno Federal y los bancos comerciales. Según las normas de dicho esquema, los bancos comerciales conservan el riesgo crediticio, mientras que el gobierno toma el riesgo de tasas de interés derivado de la conversión de los créditos a UDIs. Conforme a este esquema los bancos transfieren dichos créditos a fideicomisos que ellos mismo manejan. Los fideicomisos reestructuran los créditos y los denominan en UDIs, para lo cual reciben préstamos del Gobierno Federal, también denominados en UDIs.

A cambio de la cartera crediticia cedida a los fideicomisos, los bancos comerciales toman los bonos emitidos por el gobierno. De esta manera, las obligaciones denominadas en moneda nacional de los bancos comerciales mantienen como contrapartida activos denominados en la misma moneda.

Por su parte el Gobierno Federal termina con obligaciones en moneda nacional (los bonos tomados por los bancos) y en activos denominados en UDIs (los préstamos del fideicomiso). En consecuencia, el gobierno es la entidad que absorbe el riesgo de que las tasas de interés de sus préstamos en UDIs resulten inferiores a las tasas reales que habría de pagar por los referidos bonos.

Los créditos reestructurados en UDIs tienen vencimientos a mediano y largo plazos, por lo que el costo fiscal potencial del esquema de UDIs se extiende a largo de un periodo prolongado (hasta treinta años). Al igual que el resto de los programas aquí referidos, el de las UDIs no afecta en absoluto el crédito

¹⁰⁴ *Ibidem*.

interno del Banco de México y, en consecuencia tampoco a la base monetaria.¹⁰⁵

En septiembre se estableció el Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADE). Este programa se enfocó principalmente a reducir las tasas activas nominales aplicables a los acreditados en los rubros de tarjetas de crédito, créditos al consumo, créditos empresariales, agropecuarios y para la vivienda, y a promover reestructuraciones de los créditos a plazos mayores. En el diseño del acuerdo se evitó favorecer a los deudores incumplidos sobre los que estaban al corriente en sus pagos. El acuerdo complementa y fortalece el programa de la reestructuración y denominación en UDIs de los adeudados, y se orienta principalmente a los deudores medianos y pequeños. Los beneficios del ADE son extensivos tanto a deudores al corriente como a morosos. Sin embargo estos últimos deben suscribir una carta de intención en la que manifiestan su disposición para negociar con su banco acreedor una reestructuración y después llevar a cabo esta.¹⁰⁶

IV.6.5 Reformas al Sistema Financiero

El proceso de modernización y actualización del marco regulador del sistema financiero continuó durante 1995. Algunas de las disposiciones adoptadas en 1994 ya se han mencionado con anterioridad en otras partes de esta sección. A continuación mencionaremos algunas adicionales.

A fin de contar con una tasa de interés interbancaria que reflejara las condiciones del mercado en forma más precisa que la tasa de interés interbancaria promedio TIIP, el Banco de México en marzo expidió disposiciones para calcular la tasa de interés interbancaria de equilibrio TIIIE. En lo relativo a los mercados a futuros sobre las tasas de interés nominales, se determinó que a partir del 24 de marzo de 1995 se utilizara la TIIIE en lugar de la TIIP.

¹⁰⁵ Op. Cit. Pág. 100 - 102.

¹⁰⁶ Op. Cit. Pág. 103 - 105.

El régimen relativo a la "cuenta única" que las instituciones de crédito mantienen en el Banco de México sufrió modificaciones durante 1995. El régimen prevalente contempla que al final de cada periodo de cálculo, el cual es de 28 días naturales, las instituciones de crédito deben mantener un saldo acumulado de saldos diarios en su "cuenta única", mayor o igual a cero. Esto fue lo que en otras secciones llamamos el régimen de "encaje promedio cero".

Con el propósito de facilitar la supervisión consolidada, se fusionaron en un solo órgano desconcentrado de las funciones atribuidas a la Comisión Nacional Bancaria y a la Comisión Nacional de Valores, por lo que en abril de 1995 se expidió Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la cual aglutinó las funciones y facultades de las dos Comisiones antes citadas y comprendió en su esfera de atribuciones a todas las instituciones del sistema financiero, excepción hecha de las correspondientes al sector asegurador y afianzador.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Op. Cit. Pág. 125 - 129.

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y SUGERENCIAS DE POLÍTICA MONETARIA

*"If the Treasury were to fill old bottles with bank-notes,
bury them at suitable depths in disused coal mines,
which are then filled up to the surface with town rubbish,
and leave it to private enterprise... there would be no more
unemployment"*

J.M. Keynes.

*"The General Theory of Employment, Interest and Money"
Page 129.*

La de arriba es una inusual sugerencia de política económica, pero puede que cuando la economía esté verdaderamente deprimida, esta medida produzca buenos resultados. A nadie le hace daño un poco más dinero en su bolsillo por desenterrar botellas.

En este capítulo expondré las conclusiones a las que he llegado después de analizar lo que el Banco de México ha hecho en el manejo de la política monetaria, lo cual he expuesto en el capítulo anterior.

La economía mexicana ha vivido una etapa de ajuste de sus variables objetivo en el periodo analizado. La balanza de pagos, el crecimiento del producto, el empleo y el nivel de precios, presentaron un comportamiento estable de 1990 a 1994, pero no por ello estuvieron en los niveles económicamente sanos y convenientes para el país, mientras que en 1995 su evolución fue totalmente inestable a consecuencia de la crisis postdevaluatoria. ¿Qué ha tenido que ver el dinero en todo esto? ¿Qué ha

* "Si el Departamento del Tesoro (Ministerio de Hacienda), llenara botellas viejas con billetes y las escondiera en las profundidades de las minas de carbón abandonadas y las cubriera con basura de la ciudad, para dejar que las empresas privadas las desenterraran... no habría más desempleo"

hecho la política monetaria para bien o para mal? Estas dos cuestiones son las que vamos a aclarar.

En el periodo 1990 - 1994 hubo un descenso en la tasa de crecimiento del nivel general de precios. El cuadro 1 del anexo muestra que para noviembre de 1990 la tasa de inflación fue de 30.2 por ciento y para finales de 1994 dicha tasa se ubicó en 7.1 por ciento.

Esto fue consecuencia, como se expuso en la hipótesis, del manejo de la política monetaria orientado casi exclusivamente al control de la inflación, buscando crear con ello las condiciones propicias para el crecimiento de la economía, cosa que no sucedió así, ya que más bien se crearon las condiciones para una desastrosa devaluación de la moneda.

En lo que respecta al crecimiento de la economía, el cuadro 2 del anexo nos muestra las tasas de crecimiento trimestrales del PIB. Ahí podemos apreciar oscilaciones muy marcadas. Para el periodo 1990 - 1994 la caída más fuerte fue la del tercer trimestre de 1994 -5.7 por ciento, mientras que la tasa más alta fue la del cuarto trimestre de 1993, 9.0 por ciento.

Para darnos una idea un poco más clara de la tendencia del PIB se muestra en el cuadro 3, con su respectiva gráfica, el PIB potencial y el observado. Ahí podemos notar que, como es de esperarse, en el tiempo el producto crece a tasas mayores¹; sin embargo, este crecimiento, en promedio, prácticamente ha sido nulo debido a las mencionadas oscilaciones. Un trimestre se crece y al otro se decrece.

Esto podría explicarse también por la hipótesis propuesta ya que los niveles de ocupación se descuidaron a favor del control de los precios.

Permitásenos continuar con la comprobación de la hipótesis. Por lo que hace al empleo, observemos el cuadro 4 del anexo. Si bien la tasa de desempleo en sí es muy baja (está entre el 2.5 % y el 3.9 %), su tendencia ha sido al alza en todo el periodo.²

¹ Por el incremento de la población, de la tecnología, del comercio, de la productividad, etc.

² Aquí cabe hacer una observación. Durante toda la carrera, siempre tuve curiosidad por saber como le hacía el INEGI para obtener tasas de desempleo tan bajas, en una economía con alto grado de de-ocupación. La respuesta la encontré en los documentos de dicho Instituto y en los libros de teoría económica. El INEGI manja varias tasas de desempleo las cuales calcula a través de entrevistas y

Esto es consecuencia, insisto, del descuido de los niveles de ocupación al dar preferencia al control de los precios.

Finalmente, en el sector externo, la balanza de pagos (cuadro 5 del anexo) ha mostrado un comportamiento francamente desalentador. Por un lado, la cuenta corriente para 1994 alcanzó un déficit de casi 30,000 millones de dólares. Por otro lado, la cuenta de capital regularmente tuvo superávits, a excepción del último trimestre de 1994, debido a los factores ya señalados en el capítulo anterior sección IV.6.1.

Un déficit tan excesivo en cuenta corriente es signo de que algo anda mal en la economía. Un país que importa bienes y servicios en tal cantidad, tiene dos opciones: o posee mucho ingreso que le permite "exportar capital" o tiene un tipo de cambio sobrevaluado.

Para la economía mexicana es obvio que el incremento del ingreso nacional (PIB) no ha sido suficiente para financiar el saldo de la cuenta corriente, entonces, la respuesta está obligadamente en la sobrevaluación del tipo de cambio.

Básicamente existen dos formas de hacer política monetaria. Una consiste en influir sobre el nivel de la tasa de interés del mercado, inyectando dinero para bajarla o retirando dinero para subirla, y con ello colocarla en el nivel óptimo. La segunda forma consiste en fijar metas para el crecimiento de algún o algunos agregados monetarios.³

encuestas que no suelen ser muy representativas. Por su parte, la teoría económica nos dice que la tasa de desocupación se fija de la siguiente manera:

$$PD = PEA - PO .$$

donde:

PD: Población Desocupada

PEA: Población Económica Activa

PO: Población Ocupada

La Tasa de Desempleo entonces es :

$$\text{Tasa de Desempleo} = (PD / PO) \times 100 .$$

Que es la forma como se calcula en casi todos los países del mundo, de ahí que por ejemplo países como Alemania tengan en la actualidad tasas de desempleo entre 11 y 13 por ciento, cuando presentan una desocupación mucho menor que la nuestra.

³Sachs, J. & Larrain, F. "Macroeconomía en la Economía Global" Prentice Hall, México, 1994. p. 269

Definir cuales metas debería intentar controlar la autoridad monetaria es un problema difícil. El objetivo último de la política está en promover la estabilidad y el crecimiento de la economía en condiciones de baja inflación. Para este fin, las tasas de interés y los agregados monetarios son sólo metas intermedias, que las autoridades económicas tratan de controlar con el objetivo de influir en sus metas últimas, que son variables como el producto, el empleo y la inflación.

Como se dijo en el capítulo anterior, el Banco de México ha manejado la política monetaria preferentemente con operaciones de mercado abierto, especialmente desde que suprimió el encaje legal obligatorio para la captación de recursos en moneda nacional en septiembre de 1991, para sustituirlo por un "coeficiente de liquidez voluntario" a criterio de cada institución. Para pasivos en moneda extranjera se impusieron otros coeficientes de liquidez.⁴ En marzo de 1995 el Banco de México decidió adoptar un nuevo esquema de encaje llamado "promedio cero".⁵

Lo anterior, como se explicó en su oportunidad, permitió orientar la política monetaria no hacia la fijación de la tasa de interés, sino a la determinación de la cantidad de dinero a través del manejo de la base monetaria, para darle flexibilidad a dicha tasa.

Esto hizo más eficiente, claro está, el manejo de la política monetaria a través de las operaciones de mercado abierto (inyectar o restar liquidez al sistema).

Observemos ahora el comportamiento de la oferta monetaria. En el cuadro 6 del anexo tenemos los saldos al final del periodo de los agregados monetarios M1 a M4.

Para el medio circulante, agregado monetario estrecho o simplemente M1 la tendencia es clara. Es sorprendente el decrecimiento observado en tan sólo cinco años, al pasar de una tasa de crecimiento de casi 120 % a una de -10.13 %. Por su parte M4 o agregado monetario amplio ha tenido un tendencia más o menos estable.

⁴ Cf. sección IV.2.5.6

⁵ Cf. Sección IV.6.1 p.130 y ss.

Lo anterior es reflejo de una política monetaria restrictiva que ha buscado contener las presiones inflacionarias. Pudjera pensarse entonces, que esto conduce a que las tasas de interés se eleven, sin embargo esta relación teórica no se respetó del todo. En el cuadro 8 del anexo observamos el comportamiento de los rendimientos que ofrecen distintos instrumentos del mercado financiero. La tasa líder, el Cete a 28 días, mostró una clara estabilidad de 1991 a 1994. Su aumento en 1995 se debió a las nuevas condiciones del entorno económico que obligaron a elevar las tasas de interés para apoyar al tipo de cambio. En el cuadro 9 mostramos las tasas pasiva e interbancaria de equilibrio (CPP y TIE) que han seguido la tendencia a la baja a excepción de 1995. Todas las causas de esto han sido explicadas ampliamente a lo largo del capítulo IV.

El banco central trató de dirigir la economía (hasta donde le es posible) expandiendo o contrayendo la cantidad de dinero a través de su intervención el mercado de dinero, lo que sin duda llevó a que el tipo de cambio se convirtiera en un "ancla nominal" de la política monetaria, sin importar que en términos reales estuviera sobrevaluado o subvaluado.

Es comprensible que cuando las reservas internacionales se encuentran en niveles altos, se procure abaratar las importaciones con el fin de inducir una baja en los precios. Sin embargo, es curioso que un banco central que se dice autónomo, haya permitido que la moneda se sobrevaluara tanto e incluso defendiera el nivel nominal del tipo de cambio aún cuando las reservas internacionales del país se encontraban en descenso.

Observemos el tipo de cambio del peso contra el dólar en el cuadro 10 del anexo, donde se muestra las cotizaciones del dólar bancario y el interbancario.

Entonces, ¿podríamos decir que el manejo que ha hecho el Banco de México de la cantidad de dinero en la economía ha tenido que ver con las fluctuaciones de las variables objetivo arriba citadas? Bueno, la respuesta es que en parte sí y en parte no. En parte sí, porque irremediablemente la política monetaria está ligada al comportamiento de la economía en general y lo que decida el banco central claro que tiene repercusiones en toda la economía. En parte no, porque algunas condiciones exógenas le han obligado a adoptar medidas que quizá nunca tuvo previstas, tal es el caso de la devaluación de 1994. Esto último encaja perfectamente en la

polémica sobre la autonomía del Banco de México respecto al gobierno, lo cual se detalló en su aspecto legal en el capítulo III. Cabe entonces preguntarse si todas, o la mayoría, de las medidas de política monetaria que el Banco de México dispuso -capítulo anterior- fueron realmente decididas por él o fue el gobierno quien diseñó tales medidas y únicamente utilizó al Banxico violando el precepto constitucional de autonomía de gestión. Pero esto no quiere decir que deba de eximirse de toda responsabilidad al Banco de México de aquel episodio devaluatorio.

Además hay que agregar que el Banco de México nunca fue autónomo de gestión sino hasta 1993, y dicha autonomía de *jure* aún tiene un largo camino que recorrer para ser de *facto*, lo que sin duda ha imposibilitado al banco central para implementar un estrategia para el empleo coherente con su función de cuidar el valor de la moneda. En suma, el Banco de México no es independiente del gobierno. Y es justo preguntar ¿que sería mejor, un Banxico totalmente autónomo o un Banxico amarrado al gobierno?. La respuesta es que para el caso de México una u otra alternativa dan lo mismo, pues en realidad, así lo veo yo, el Banco de México nunca ha sido independiente ni lo será mientras existan los vicios ancestrales que definen y conforman a nuestro gobierno y sus infaustas administraciones. Por lo tanto, si de algo hay que culpar al gobernador del Banco de México es de participar en un régimen en el cual le atan las manos, las ideas y la boca, y él lo acepta, independientemente de que esté de acuerdo o no, aunque en ello vaya el bienestar del país.

El año de 1995 como dije arriba, fue un año distinto a los anteriores por la devaluación de la moneda, y dio un giro total a la política económica hasta ese entonces llevada. Se tuvo que hacer frente a una gran inflación originada por la devaluación. Para apoyar al tipo de cambio se tuvieron que elevar los tipos de interés, lo que a su vez generó nuevas expectativas inflacionarias, y la contracción del crédito en la economía. Podemos decir que la política monetaria implementada por el banco de central en 1995 no respondió a una estrategia, sino a tratar de solucionar situaciones momentáneas y temporales. Para 1996, sin embargo, se prevé que el Banco de México, en colaboración con las otras autoridades monetarias, llevará a cabo una política económica con una estrategia definida y clara con objetivos de largo plazo.

La política monetaria, como leímos en repetidas ocasiones en las secciones del capítulo IV, estuvo orientada principalmente a reducir las presiones inflacionarias en la economía en el periodo 1990 - 1994. Se nos dijo que el contener la inflación no era un fin en sí mismo, sino que era una condición necesaria, pero no suficiente, para el crecimiento de la economía, cosa que no se cumplió como ya pudimos ver.⁶

Pero, ¿qué hay sobre el empleo?. El mayor empleo es sinónimo de crecimiento de la economía, y si la economía está en auge, es lógico que se demande mayor cantidad de factores productivos. Como se señaló en otro capítulo de esta tesis, el empleo no sólo se refiere a la mano de obra, sino al uso de cualquier cantidad de factores productivos. Sin embargo, el empleo de la población, (población ocupada) es el que más interesa al gestor de política económica. Si no hay crecimiento, pues, es difícil que el empleo aumente, y como la población no se mantiene constante, esto nos lleva a un desempleo creciente. Entonces, debemos buscar la raíz del desempleo en el crecimiento económico. Procede preguntarnos entonces, si puede la política monetaria hacer que la economía crezca. La respuesta es sí.

El dinero tiene una función vital en la economía, además de ser el medio de cambio, el medio de transferir pagos a futuro, la unidad de cuenta y el acumulador de valor. El dinero puede aumentar directamente el crecimiento de la demanda agregada, al menos en el corto plazo, y con él, el crecimiento del PIB, y con él, el crecimiento del empleo.

⁶ Nadie en su sano juicio puede estar en contra de tratar de reducir la inflación en una economía. Pero una cosa es tratar de reducirla para evitar distorsiones en el sistema de precios relativos y otra es tratar de reducirla como una "obsesión" a niveles en los cuales la economía tendría que sacrificar más de lo que ganaría con una política tal. El profesor Rüdiger Dornbusch en una conferencia dictada en la Universidad Autónoma Metropolitana en 1991 señalaba: "Si bien el costo ha sido alto, en el caso de México se puede ver una economía en donde la inflación se ha reducido de niveles sumamente inestables a niveles de 20% a los cuales no les temo." (subrayado mío)... "Creo que tratar de lograr un 5% de inflación sería tan costoso que no debería intentarse". Sin duda al decir esto, Dornbusch estaba pensando en una Curva de Phillips con elasticidad unitaria. Finalmente sentenció: después de una crisis "para estabilizar el tipo de cambio hay que acompañarlo del congelamiento de precios y salarios. Inevitablemente se tendrá algo de inflación, pero se tiene que decidir entre una recesión brutal para detener al precio que sea o mantenerla en niveles aceptables. Hay personas que sólo aceptan una inflación de cero; creo que son terroristas financieros ya que ni Suiza tiene inflación de cero. La respuesta razonable es que después de 3 o 4 meses, no después de mucho tiempo, se debe aplicar una política que permita cierta inflación y en donde la depreciación del tipo de cambio mantenga la competitividad con el exterior y evite la sobrevaluación... La única oportunidad sería de construir fuerzas poderosas en la economía (para el crecimiento), es el crecimiento de las exportaciones y luego el gasto de gobierno". (Véase Dornbusch, R., "Estabilidad y Crecimiento" en Revista Análisis Económico UAM-Azcapotzalco Núm. 16 Vol. IX Enero-Abril 1991. Pág. 13, 81 y 87.

Hay toda una discusión sobre si esto es cierto a largo plazo. No voy a pisar esos terrenos. Todo lo relacionado sobre el papel del dinero en la economía lo podemos ver en las innumerables obras de teóricos de política monetaria, pasando por el keynesianismo extremo, los monetaristas a ultranza, las expectativas racionales, la Nueva Economía Clásica y los Neokeynesianos.

Todos sin excepción, hablan del dinero en la economía y llegan a resultados distintos, pero lo que sigue siendo válido, independientemente del enfoque, es que la demanda agregada puede ser afectada positivamente con el incremento del dinero, al menos en el corto plazo, aumentando de esta manera el empleo.

Es igualmente cierto que el incremento de la cantidad de dinero tiene efectos sobre el nivel de precios, sin embargo, de estas repercusiones, existen incontables estudios teóricos de muy diversos enfoques.

Por ello, no ahondaré sobre el particular debido a que la presente tesis no busca resolver las controversias teóricas de esos modelos, únicamente deseo ilustrar que el incremento del dinero, a corto plazo al menos, tiene efectos positivos sobre el empleo, cosa que en México se ha descuidado.

Es momento de regresar a la sección II.3 de nuestro capítulo II, en la que tratamos el modelo económico de la *Curva de Phillips*, para con base a él, poder extraer alguna conclusión sobre la conducción de la política monetaria en nuestro país.

Como el lector recordará, en nuestro modelo, un *trade-off* entre desempleo e inflación, es decir, si queremos más empleo o menos desempleo, debemos estar dispuestos a soportar una inflación mayor. Por otro lado si queremos menor inflación debemos estar dispuestos a sufrir más desempleo o a tener menos empleo.

Para la economía mexicana este tipo de disyuntiva se ha dado claramente en el periodo 1990 - 1995, aunque en 1995 por los sucesos extraordinarios mencionados en la sección IV.6.1, la economía se ha comportado de otra manera a la que dice el modelo. Para ese año hubo una alta inflación y un alto nivel de desocupación, lo que en términos técnicos se conoce como *estanflación*. Situación tal, escapa al modelo de la Curva de Phillips. Esta controversia estuvo muy presente durante los años setenta y principios de

los ochenta, centrándose en tratar de saber si el modelo de la Curva de Phillips seguía siendo válido para el análisis económico o ya no.

No es mi intención revivir este debate ni dar pruebas a favor o en contra de la validez del modelo citado, simplemente es una herramienta de análisis teórico que nos parece que se puede utilizar para describir el comportamiento de la economía mexicana en los años objeto de esta tesis.

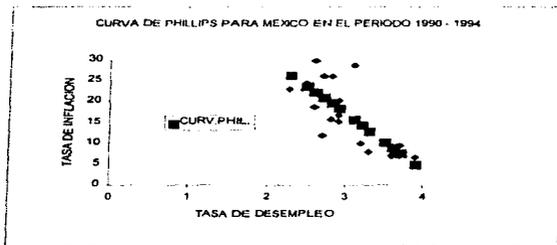
Como parte de ese debate se diseñaron otras Curvas de Phillips como lo mostramos en la sección referida del capítulo II. El lector recordará la Curva de Phillips de largo plazo, que es una línea vertical que parte del nivel de la tasa natural de desempleo.

El utilizar este instrumento requiere que se cuantifiquen muchas otras cosas más que las estudiadas en este trabajo, entre ellas las expectativas del público sobre la inflación esperada, algo que por supuesto no hice en este trabajo, por considerarlo fuera de los alcances del mismo. Es por eso que remitimos al lector a observar preferentemente las Curvas de Phillips de corto plazo.

Lo que se puede ver en el caso específico de la economía mexicana para el periodo estudiado, es que al reducirse la cantidad de dinero en circulación y bajar la tasa de crecimiento de los precios, el nivel de empleo se ha reducido. Lo anterior nos lleva a suponer que debe cumplirse la relación que nos señala la Curva de Phillips de corto plazo.

El siguiente gráfico muestra la Curva de Phillips para la economía mexicana en periodo 1990 a 1994.⁷

⁷Se consideró el periodo de 1990 a 1994 únicamente por que para 1995 las variables a observar sufrieron alteraciones radicales en su comportamiento, lo que introduciría "ruido" en el modelo y haría que los datos de la regresión se dispararan resultando poco significativos.



Como podemos ver, efectivamente se cumple la hipótesis de que cuando se reduce la inflación el empleo también se reduce, o lo que es lo mismo, el desempleo aumenta⁸.

⁸ Es cierto que este instrumento teórico no es la verdad última sobre cómo se comporta la economía, no es infalible y no está absolutamente probado. Es más, tiene más detractores que defensores. La postura del Banco de México es la misma que la de otros bancos centrales que no creen en la *Curva de Phillips*. La siguiente cita resume de manera magnífica esa postura:

“Poco es lo que Bill Phillips sabía, cuando descubrió se relación desempleo-salario, del desafortunado efecto que su descubrimiento tendría sobre la conducta de la política monetaria durante las décadas subsiguientes. Este hecho es harto irónico, dado el propio criterio de Phillips en el sentido de que tal relación era de poca relevancia en cuanto a la política. Siendo tantos los que han seguido la moda de la *Curva de Phillips*, siempre existe la posibilidad de presiones sobre las autoridades monetarias precisamente para que toleren algo más de inflación para remediar en parte el desempleo. El marco de política monetaria de Nueva Zelanda desempeña un importante papel al escudarnos de semejante tentación.

Reducir el desempleo es ahora el objetivo económico y social más importante en muchas economías de la OCDE. Comprensiblemente, el público pregunta qué es lo que la autoridad monetaria puede hacer para ayudar. Al encauzar la política monetaria resueltamente hacia el mantenimiento de la estabilidad de precios, mucho es lo que podemos hacer.

Encauzando la política monetaria en otro sentido, no sólo podríamos lesionar la economía y su capacidad de generar un empleo sustentable, sino que también distraeríamos la atención, apartándola de donde residen las soluciones reales al desempleo: reforma del mercado laboral, educación y más educación, y reforma de la relación entre salarios y beneficios.” Véase Brash, D. (Gobernador del Banco de Nueva Zelanda) “*La Política Monetaria: ¿Cuándo es apropiado el desempleo?*” En Boletín del CEMLA, Vol. XI. Núm. 6 Nov.-Dic. 1994 Pág. 259.

Claro está que la política monetaria ha tenido que ver con este comportamiento. La oferta monetaria se ha reducido, o porque se hacen colocaciones de valores gubernamentales en el mercado de dinero, (operaciones de mercado abierto), o porque se reduce el financiamiento interno neto, o porque el Banco de México reduce su crédito interno neto, o porque se hacen operaciones de esterilización de reservas internacionales, o porque disminuyen las reservas bancarias, o aumentan las reservas obligatorias que los bancos comerciales deben tener en el Banco de México, o porque aumenta la tasa de redescuento, o por una combinación de todo lo anterior. Pero, ¿puede decirse, entonces, que la política monetaria es la culpable del desempleo? La respuesta es no del todo.

A fin de cuentas, el banco central no deja de ser nunca una institución pública sujeta, de alguna u otra forma, a las autoridades políticas.

Sin embargo, la evidencia para el caso de México, muestra que pese a cumplirse cabalmente el objetivo de reducir la inflación, ya no el cumplimiento, sino solamente las condiciones para el mismo, no surgieron como se había predicho. Entonces, debemos entender que hace falta esa otra condición que el Banco de México llama suficiente, y esa, a mi juicio, no la vamos a encontrar en la política monetaria.

Es cierto que la política monetaria contraccionista del Banco de México no ha hecho mucho por el empleo, ya que su principal preocupación ha sido el comportamiento de los precios y por tanto del valor de la moneda. Pero el problema del desempleo en México, no se va a solucionar tan sólo incrementando la cantidad de dinero en la economía, debemos ser conscientes que el desempleo es un problema de orden estructural en nuestra economía y no coyuntural. Si fuera coyuntural entonces sería válido decir que el Banco de México ha provocado todo o gran parte de la

A lo anterior únicamente hay que agregarle lo que Stiglitz comenta: "A finales de los años setentas muchos economistas llegaron a convencerse de que la *Curva de Phillips* a largo plazo era, sino vertical, bastante inclinada. Sin embargo, la evidencia de los años ochentas fue diferente. El aumento de las tasas de desempleo coincidía con una reducción de la inflación, lo cual llevó a muchos economistas a recuperar la fe no sólo en la existencia de una disyuntiva entre el paro y la inflación, sino incluso en la estabilidad de la relación entre los dos: la economía puede tener tasas de desempleo más bajas a costa de aumentar la inflación.

Es posible que la *Curva de Phillips* sea vertical a largo plazo. No obstante, puede haber un largo periodo en el que exista una disyuntiva entre la inflación y el desempleo. (Véase Stiglitz, Joseph "Economía" Ariel, España, 1994.)

tasa de desocupación, pero no es así. La educación, la preparación, la productividad, las costumbres, etc; influyen tremendamente, en el caso mexicano, para determinar los niveles de ocupación, y ante eso, el Banco de México no puede hacer nada.

Sin embargo, la política monetaria puede colaborar a subsanar esta situación, pero no la va a solucionar del todo, es más, podría decir que la va a solucionar en muy poco.

El crecimiento y el empleo dependen muy poco de lo que pueda hacer el banco central. Por lo tanto, es mejor que se dedique a cumplir la función que la Constitución le dicta: velar por el poder adquisitivo de la moneda, cosa que logra controlando el crecimiento de los precios. El empleo, creo que debe buscarse por otras vías que el simple manejo de la cantidad de dinero en la economía.

Por otro lado, que ayuda a mejorar un poco la situación del desempleo el expandir la oferta monetaria es algo cierto, al menos en corto plazo. Sin embargo, las consecuencias a largo plazo son las que le preocupan al Gobernador Mancera, a la Junta de Gobernadores y a todo el Gabinete económico del gobierno. Se cree que si se relaja, aunque sea un poquito, la política monetaria, esto repercutirá inevitablemente en mayor inflación, por eso es que no se procede así. Aquí entramos a la discusión central de esta tesis. ¿Vale más la pena un poco más de inflación a cambio de un poco menos de desempleo (o más empleo)? o ¿Vale más la pena un poco más de desempleo (o menos empleo) a cambio de menos inflación? La respuesta no es fácil.

El Banco de México ha hecho bien en detener la inflación, ya que ésta, años antes del periodo estudiado, había sido muy alta y repercutía directamente sobre las economías domésticas (las familias, los hogares). Pero también es cierto que llevamos ya un buen tiempo (14 años: 1982 - 1996) sin saber lo que es el crecimiento "sano y sostenido".

Claro está que si el Banco de México, una vez diseñada una política integral para la recuperación de nuestra economía, tiene que flexibilizar su política monetaria, entonces deberá dejar "prudentemente" un poco de lado su férreo control de la oferta monetaria. Es decir, dejar del lado la práctica claramente monetarista de la política monetaria, intentado acercarla un

poco a una práctica que no por antigua, deja de tener más apego a la realidad económica mexicana.⁹

Cabe mencionar que cuando digo que hay que aumentar el dinero en la economía para contribuir a remediar el desempleo en este país, estoy pensando en incrementar la base monetaria, pero no a través de la emisión de dinero de alto poder, o sea, billetes y monedas. Más bien tengo en mente una política monetaria orientada a facilitar el crédito en la economía. Sería ideal que los bancos comerciales reactivaran el crédito al consumo de bienes durables.¹⁰

⁹ Actualmente existen dos grandes perspectivas sobre el mejor método para combatir la inflación. Para simplificar el análisis, las agrupamos en la monetarista (incluye todas las variantes de la corriente de la economía clásica: expectativas racionales, nueva economía clásica, etc.), y la keynesiana y nueva keynesiana.

Los monetaristas creen en una *Curva de Phillips* vertical, al menos a largo plazo, por lo que los beneficios que se deriven de una reducción del desempleo por debajo de la tasa natural sólo serán temporales. Para luchar contra la inflación los monetaristas tienen una recomendación muy sencilla: el banco central debe aumentar simplemente la oferta monetaria a una tasa constante, aquella que garantice la estabilidad de los precios a largo plazo. De esta manera, no habrá perturbaciones monetarias que inicien un periodo inflacionista. Sea cual fuere la causa de la inflación, ese tipo de política ahogará las presiones inflacionarias.

Por su parte, los keynesianos y nuevos keynesianos creen que los monetaristas, al suponer una *Curva de Phillips* vertical, subestiman los costos de la lucha contra la inflación. Con una *Curva de Phillips* vertical no hay disyuntiva: la lucha contra la inflación, no aumenta el desempleo, ya que las tasas de desempleo se mantendrán en el nivel de la tasa natural, independientemente de lo que haga el gobierno. Pero los keynesianos creen que la lucha contra la inflación tiene costos reales, que se traducen en aumentos del desempleo, y que la *Curva de Phillips* no es vertical, al menos en el corto plazo. Además el peso de la lucha contra la inflación recae sobre todo en las personas despedidas, y no se reparte entre la población en su conjunto.

Así, los keynesianos tienen tres objeciones a la práctica monetarista de la lucha contra la inflación: Primera, el gobierno debe utilizar todos los instrumentos de su arsenal y no sólo la política monetaria. Segunda, el utilizar la regla de expandir la oferta monetaria a una tasa fija equivale a renunciar a la posibilidad de utilizar la política monetaria para responder a las circunstancias económicas.

La tercera objeción es la más interesante. A finales de los años setentas y principios de los ochentas, se adoptó extensamente la regla monetarista, consistente en fijar un objetivo monetario. Como consecuencia de ello, los tipos de interés fueron extraordinariamente variables y, a veces, extraordinariamente elevados. La dificultad de esta clase de política se halla, en parte, en la inestabilidad que ha mostrado la velocidad de circulación del dinero en la última década. Cuando dicha velocidad es inestable, es incierto el efecto que producirá en la inflación una tasa constante de variación de la oferta monetaria. Por lo tanto, la política consistente en fijar un objetivo monetario puede contribuir, de hecho, a aumentar la inflación, en lugar de reducirla. Actualmente, casi todos los países que han adoptado esta sencilla política la han abandonado. (Véase Stiglitz, Joseph. "Economía" Ariel, España, 1994.

¹⁰ Autores que comparten esta idea: Mántey, Guadalupe. "La Política Monetaria en México y la Tasa de Interés Real" En Revista Investigación Económica Núm. 211 Enero-Marzo 1995. Pág. 123 - 146.

Podemos decir, pues, que si bien el origen de todos los males está en el excesivo amor al dinero, también la falta de dinero, sobre todo en la cantidad necesaria para estimular la economía, puede ser fuente de muchos males, sino es que de todos. De ahí la sugerencia de J.M. Keynes de poner billetes dentro de una botellas y enterrarlas, para luego pagar por sacarlas. Cualquier medida es buena, antes de dejar sin empleo y sin ingreso a los actores de la economía, nosotros.

Finalmente, el banco central puede influir, como hemos visto, en forma importante sobre la oferta monetaria, pero no puede ejercer un control completo sobre ella, debido a que el banco central enfrenta poderosas fuerzas políticas que lo presionan en forma continua para extender créditos baratos o ayudar a financiar un gran déficit presupuestario.

La experiencia ha demostrado que puede ser muy difícil para el banco central resistir estas presiones, a menos que tenga alguna independencia institucional respecto a las ramas ejecutiva y legislativa del gobierno,¹¹ pero lamentablemente, en nuestro país, aunque se cuente con la autonomía *de jure* será extremadamente difícil que ésta se realice en la vida real.

Sostiene que la tasa de interés real en México es un fenómeno monetario, y que el banco central puede, a través de sus intervenciones en el mercado de dinero, influir sobre variables reales como el ingreso, el empleo, la balanza de pagos, etc.

Otros que critican el plan de emergencia puesto en marcha después de la crisis devaluatoria de 1994 por creer que restringir al máximo la oferta monetaria no resolverá los problemas de empleo y demanda agregada son: López, Julio. "El derrumbe de una ficción. Evolución reciente, crisis y perspectivas de la economía mexicana." En Revista Investigación Económica Núm.212 Abril-Junio 1995 Pág. 9 - 22. Y Perrotini, Ignacio. "Estabilidad Macroeconómica e inestabilidad Monetaria" Op. Cit, Pág. 87 - 111.

¹¹Op. Cit. p.273

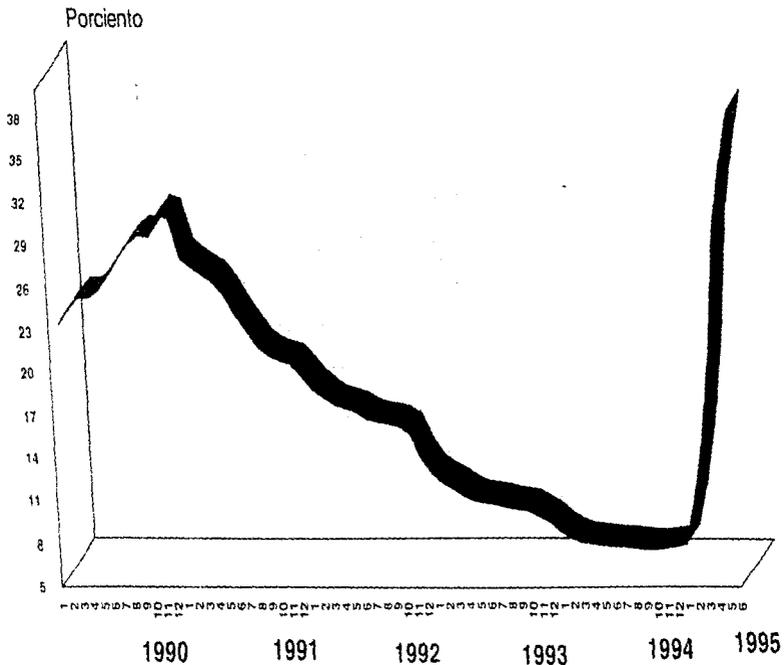
ANEXO ESTADÍSTICO

CUADRO 1					
TASA DE INFLACION MENSUAL 1990-1995					
(Porcentaje)					
Periodo	Inflación	Periodo	Inflación	Periodo	Inflación
1990 1	22.5	1992 1	17.9	1994 1	7.5
1990 2	23.6	1992 2	17.3	1994 2	7.2
1990 3	24.4	1992 3	16.8	1994 3	7.1
1990 4	24.4	1992 4	16.6	1994 4	7.0
1990 5	24.9	1992 5	16.3	1994 5	6.9
1990 6	26.1	1992 6	15.8	1994 6	6.9
1990 7	27.1	1992 7	15.6	1994 7	6.8
1990 8	28.1	1992 8	15.5	1994 8	6.7
1990 9	28.7	1992 9	15.3	1994 9	6.7
1990 10	28.6	1992 10	14.8	1994 10	6.8
1990 11	30.2	1992 11	13.0	1994 11	6.9
1990 12	29.9	1992 12	11.9	1994 12	7.1
1991 1	27.1	1993 1	11.3	1995 1	10.2
1991 2	26.5	1993 2	10.9	1995 2	14.3
1991 3	26.0	1993 3	10.4	1995 3	20.5
1991 4	25.5	1993 4	10.1	1995 4	29.5
1991 5	24.5	1993 5	10.0	1995 5	34.1
1991 6	23.1	1993 6	9.9	1995 6	37.8
1991 7	22.0	1993 7	9.7		
1991 8	20.8	1993 8	9.6		
1991 9	20.2	1993 9	9.5		
1991 10	19.9	1993 10	9.1		
1991 11	19.7	1993 11	8.7		
1991 12	18.6	1993 12	8.0		

Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

Gráfico 1

TASA DE INFLACIÓN MENSUAL



CUADRO 2
PRODUCTO INTERNO BRUTO 1990-1995
CRECIMIENTO TRIMESTRAL

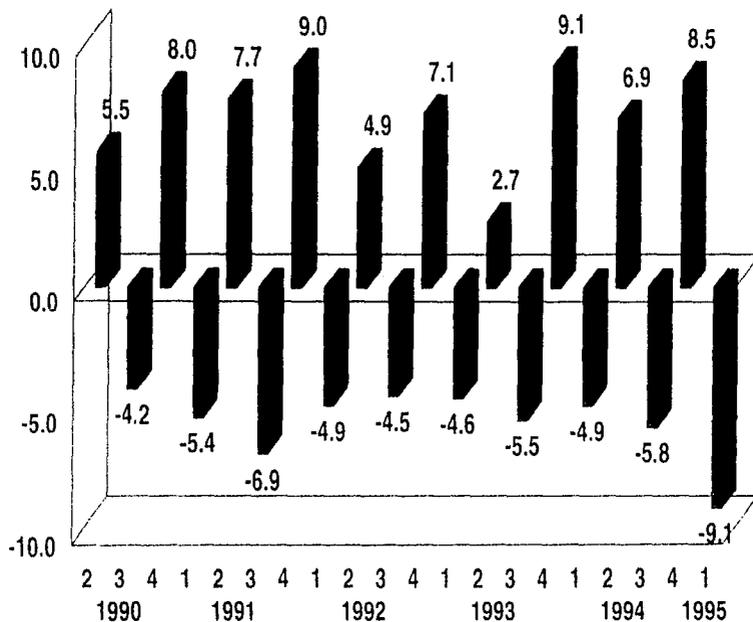
Periodo	PIB*1980=100	Var. %
1990 01	5078.7	
1990 02	5355.4	5.5
1990 03	5131.2	-4.2
1990 04	5541.5	8.0
1991 01	5243.7	-5.4
1991 02	5645.2	7.7
1991 03	5256.4	-6.9
1991 04	5728.9	9.0
1992 01	5449.8	-4.9
1992 02	5719.0	4.9
1992 03	5461.2	-4.5
1992 04	5849.3	7.1
1993 01	5580.4	-4.6
1993 02	5732.7	2.7
1993 03	5415.0	-5.5
1993 04	5906.1	9.1
1994 01	5618.2	-4.9
1994 02	6008.2	6.9
1994 03	5660.7	-5.8
1994 04	6142.8	8.5
1995 01	5585.2	-9.1

* Millones de pesos

Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

Gráfico 2

Tasa de Crecimiento Trimestral del PIB



CUADRO 3**PIB OBSERVADO Y POTENCIAL 1990-1995**

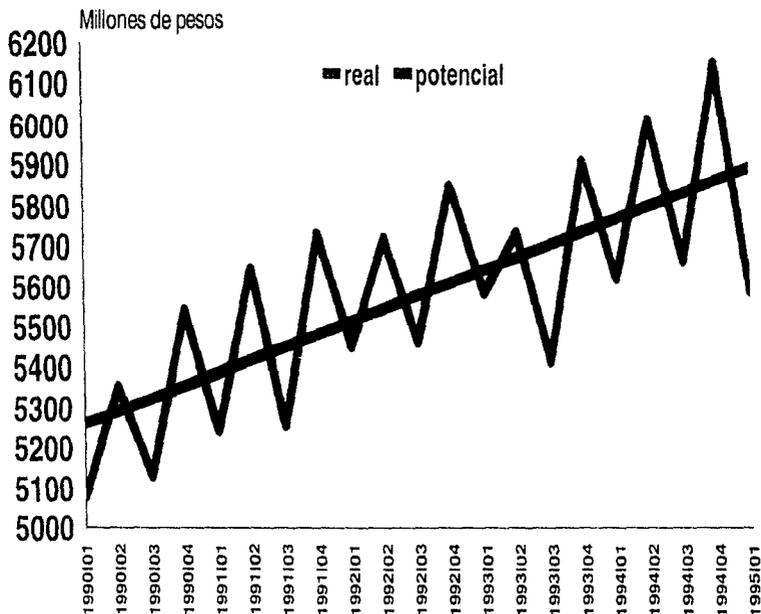
Periodo	Observado	Potencial
1990 01	5078.7	5261.8
1990 02	5355.4	5293.3
1990 03	5131.2	5324.8
1990 04	5541.5	5356.3
1991 01	5243.7	5387.7
1991 02	5645.2	5419.2
1991 03	5256.4	5450.7
1991 04	5728.9	5482.2
1992 01	5449.8	5513.7
1992 02	5719.0	5545.2
1992 03	5461.2	5576.6
1992 04	5849.3	5608.1
1993 01	5580.4	5639.6
1993 02	5732.7	5671.1
1993 03	5415.0	5702.6
1993 04	5906.1	5734.1
1994 01	5618.2	5765.6
1994 02	6008.2	5797.0
1994 03	5660.7	5828.5
1994 04	6142.8	5860.0
1995 01	5585.2	5891.5

* Millones de pesos

Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

Gráfico 3

Producto Observado y Potencial



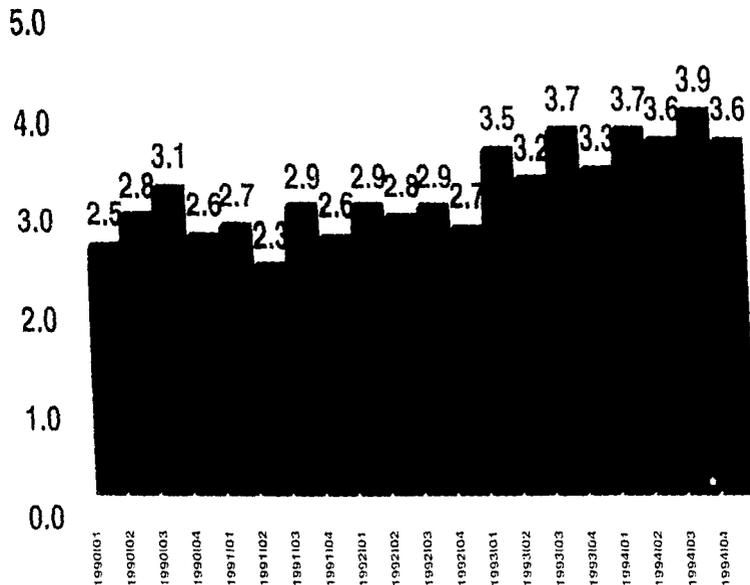
CUADRO 4**TASA DE DESEMPLEO ABIERTO TRIMESTRAL**

Periodo	Desempleo	Periodo	Desempleo
1990 01	2.5	1992 03	2.9
1990 02	2.8	1992 04	2.7
1990 03	3.1	1993 01	3.5
1990 04	2.6	1993 02	3.2
1991 01	2.7	1993 03	3.7
1991 02	2.3	1993 04	3.3
1991 03	2.9	1994 01	3.7
1991 04	2.6	1994 02	3.6
1992 01	2.9	1994 03	3.9
1992 02	2.8	1994 04	3.6

Fuente: INEGI, Banco de Datos. Internet.

Gráfico 4

Tasa de Desempleo Abierto

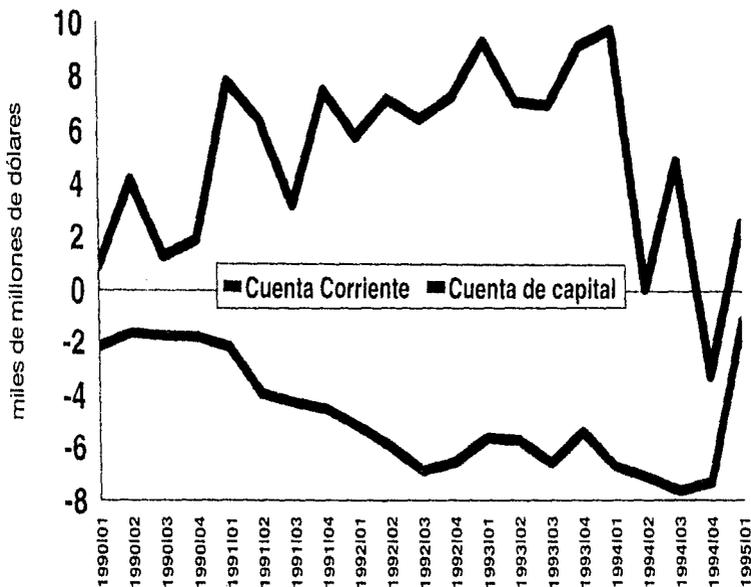


CUADRO 5					
BALANZA DE PAGOS					
(Saldos Trimestrales en millones de USD)					
Periodo	CUENTA CORRIENTE	CUENTA DE CAPITAL	ERRORES Y OMISIONES	VARIACION DE LA RESERVA BRUTA	AJUSTES ORO-PLATA Y VALORACION
1990 01	-2,190.90	877.2	-711.9	-2,110.70	85.1
1990 02	-1,656.80	4,155.50	-464.5	2,153.50	121.3
1990 03	-1,778.30	1,259.60	1,564.00	1,119.60	-74.3
1990 04	-1,823.10	1,871.30	2,132.80	2,251.90	-70.9
1991 01	-2,204.90	7,821.50	-3,583.60	1,727.40	305.6
1991 02	-3,914.20	6,400.50	-15.9	2,398.80	71.6
1991 03	-4,254.40	3,215.70	3,418.50	2,423.60	-43.7
1991 04	-4,519.10	7,502.20	-1,729.30	1,271.70	-17.8
1992 01	-5,207.40	5,788.20	168.5	750.7	-1.4
1992 02	-5,976.60	7,187.20	-755.3	454.2	1.2
1992 03	-6,855.00	6,435.30	641.1	221.5	-0.1
1992 04	-6,534.30	7,284.70	-1,003.10	-265	12.2
1993 01	-5,661.10	9,325.50	-1,380.60	2,288.00	-4.2
1993 02	-5,742.10	7,118.70	267.7	1,675.50	-31.1
1993 03	-6,569.10	6,979.30	-326.3	66.6	17.2
1993 04	-5,426.90	9,158.70	-1,703.20	2,053.10	-24.5
1994 01	-6,695.90	9,808.60	-2,320.40	795	-2.7
1994 02	-7,120.40	99	-2,427.90	-9,448.40	-0.9
1994 03	-7,651.40	4,891.40	2,832.80	-123.4	-3.7
1994 04	-7,317.70	-3,250.40	465.9	-10,107.60	5.3
1995 01	-1,208.70	2,517.60	-631.7	680.6	-3.3

Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

Gráfico 5

Cuenta Corriente y Cuenta de Capital



CUADRO 6				
AGREGADOS MONETARIOS				
(Saldos al final del periodo en miles de nuevos pesos)				
1990 - 1995				
Periodo	M1	M2	M3	M4
1990	50,334	182,779	258,030	296,419
1991	109,895	268,928	318,223	387,982
1992	126,471	323,547	375,603	465,024
1993	148,911	366,759	459,779	587,735
1994	154,519	444,704	580,520	729,091
1995	166,777	618,375	693,473	880,501

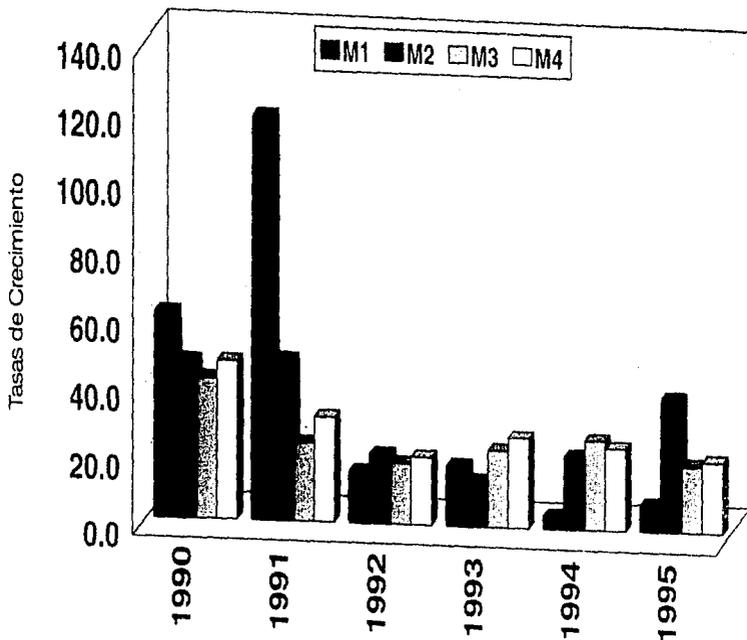
Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

CUADRO 7				
AGREGADOS MONETARIOS				
TASAS DE CRECIMIENTO				
1990 - 1995				
Periodo	M1	M2	M3	M4
1990	60.3	46.2	41.2	46.4
1991	118.3	47.2	23.3	30.9
1992	15.1	20.4	18.0	19.9
1993	17.7	13.4	22.6	26.5
1994	3.8	21.3	26.3	24.1
1995	7.9	39.1	19.5	20.8

Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.

Gráfico 6

Agregados Monetarios



CUADRO 8								
RENDIMIENTO DE CETES, PAPEL COMERCIAL, ACEPTACIONES BANCARIAS PAGARES DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION, BONOS DE DESARROLLO BONOS DE LA TESORERIA Y BONOS AJUSTABLES.								
1990 - 1995								
Periodo	CETES 1	PAPEL COMERCIAL 2	ACEPTACION BANCARIA 2	PAGARE DE LA TESORERIA	BONOS DE DESARROLLO	BONOS DE LA TESORERIA	AJUSTABONOS	CPP
1990	25.94	29.35	29.19	13.72	26.93	12	7.69	29.23
1991	16.65	23.2	18.32	0	0	9.23	4.17	19.95
1992	16.88	27.22	25.66	0	23.01	3.49	0	22.76
1993	12.19	17.65	14.15	0	12.36	5.04	5.1	14.68
1994	18.51	29.78	28.14	0	0	8.51	0	16.96
1995	48.62	55.87	52.23	0	0	0	0	46.54
1 a 28 días. Tasa exenta de impuesto								
2 Tasa bruta								
Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.								

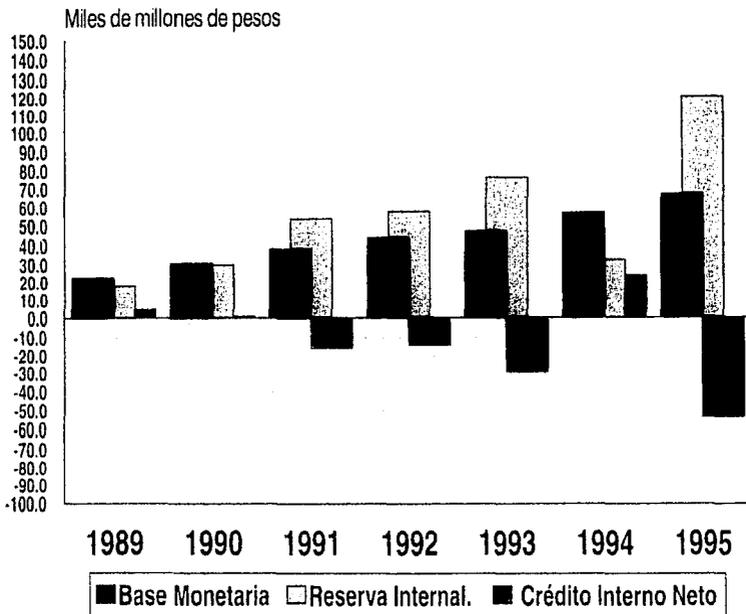
CUADRO 9**BASE MONETARIA**

(Cifras en millones de pesos)

Periodo	Base	Reserva	Crédito
	Monetaria	Internacional	Interno Neto
1989	22,960	18,116	4,844
1990	31,134	30,260	874
1991	38,581	53,886	-15,304
1992	43,972	57,803	-13,831
1993	47,193	76,211	-29,018
1994	56,935	32,739	24,196
1995	66,809	120,301	-53,492
Fuente: INEGI. Banco de Datos. Internet.			

Gráfico 7

Base Monetaria



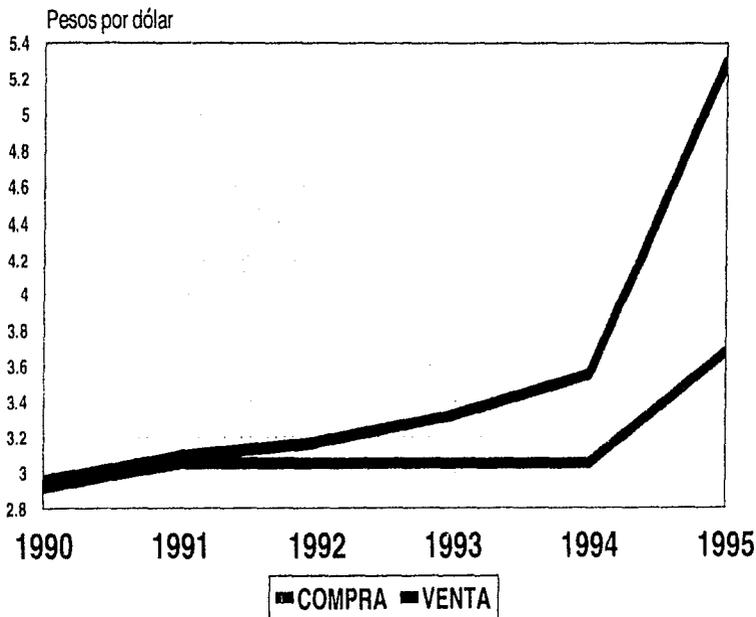
CUADRO 10**TIPO DE CAMBIO***(Pesos por dólar)*

Periodo	BANCARIO		INTERBANCARIO	
	COMPRA	VENTA	COMPRA	VENTA
1990	2.9193	2.9543	2.9421	2.9429
1991	3.0512	3.0932	3.0678	3.0688
1992	3.0512	3.1718	3.1121	3.1141
1993	3.0512	3.3239	3.1028	3.1051
1994	3.0512	3.5499	4.0108	4.0699
1995	3.6750	5.3000	4.7920	4.9720

Fuente: INEGI, Banco de Datos, Internet.

Gráfico 8

Tipo de Cambio Bancario



CUADRO 11						
AGREGADOS MONETARIOS						
(Salidos al final del periodo en miles de nuevos pesos)						
Periodo	1993 - 1995					
	M1	M2	M3	M4	Var. %	Var. %
1990Q1	27,922	119,462	182,145	202,590		
1990Q2	28,842	125,827	197,071	207,852	3.50	2.50
1990Q3	28,319	121,235	187,036	215,035	3.08	3.08
1990Q4	31,070	126,730	183,680	222,845	4.07	3.83
1991Q1	31,673	130,868	191,200	231,390	3.98	3.98
1991Q2	33,527	146,133	203,801	237,885	2.48	2.81
1991Q3	32,555	136,705	177,220	246,213	3.08	3.08
1991Q4	32,564	138,811	139,224	252,054	1.69	2.37
1992Q1	33,603	145,355	147,227,045	250,714	1.50	1.50
1992Q2	39,299	165,159,096	170,235,651	268,520	4.80	4.80
1992Q3	43,874	185,166,999	192,263,369	286,174	4.91	4.91
1992Q4	51,048	163,35,182,779	184,258,030	308,419	5.10	5.10
1993Q1	47,269	178,383	241,237,349	298,461	0.89	0.89
1993Q2	48,295	183,199	270,263,369	300,883	2.83	2.83
1993Q3	50,590	190,433	295,267,719	314,162	2.37	2.37
1993Q4	51,758	199,839	273,276,845	326,343	3.88	3.88
1994Q1	54,687	205,701	282,004	338,564	3.25	3.25
1994Q2	55,555	177,210,309	224,278,648	339,570	0.78	0.78
1994Q3	54,272	212,747	116,280,974	346,557	2.06	2.06
1994Q4	57,833	228,256	729,281,898	352,313	1.80	1.80
1995Q1	60,271	14,39,221,250	-3.07,275,879	347,727	-1.30	-1.30
1995Q2	64,344	42,36,250,065	13.02,283,896	361,806	4.05	4.05
1995Q3	100,447	6,47,293,720	1.40,305,628	376,621	4.08	4.08
1995Q4	112,184	11,68,268,120	6.07,316,223	387,882	3.02	3.02
1996Q1	105,948	-3.56,264,765	-1.81,311,259	387,239	-0.18	-0.18
1996Q2	104,157	-1.69,265,184	0.15,318,528	390,370	0.81	0.81
1996Q3	102,609	-1.49,270,262	1.91,313,562	392,010	0.42	0.42
1996Q4	104,421	1.77,273,299	1.12,319,220	399,250	1.85	1.85
1997Q1	107,828	3.26,273,177	-0.04,321,467	404,886	1.44	1.44
1997Q2	108,626	1.02,278,810	1.33,316,465	406,801	0.45	0.45
1997Q3	107,636	-1.16,274,168	-0.65,324,433	415,513	2.14	2.14
1997Q4	107,151	0.45,276,963	1.75,331,444	420,204	1.12	1.12
1998Q1	105,253	-1.78,283,505	1.63,337,044	419,534	1.27	1.27
1998Q2	115,109	9.36,300,132	5.86,350,166	431,033	3.23	3.23
1998Q3	116,811	1.48,303,123	2.33,357,803	441,586	2.40	2.40
1998Q4	128,471	8.27,324,099	5.53,375,003	449,024	5.31	5.31
1999Q1	121,251	-4.94,348,257	-0.51,385,385	478,306	2.86	2.86
1999Q2	122,094	0.71,328,462	0.22,388,200	481,068	0.58	0.58
1999Q3	116,753	-1.92,327,057	1.18,392,846	489,348	1.72	1.72
1999Q4	119,853	0.17,348,582	2.97,405,705	502,877	2.76	2.76
2000Q1	123,181	3.02,344,382	2.20,412,735	512,312	1.88	1.88
2000Q2	126,317	2.56,346,871	0.72,420,185	522,833	2.05	2.05
2000Q3	126,771	0.40,348,582	0.82,425,135	529,818	1.34	1.34
2000Q4	125,907	-0.68,344,546	-1.31,423,017	534,006	0.79	0.79
2001Q1	125,884	-0.02,347,876	1.02,430,704	541,941	1.49	1.49
2001Q2	130,012	3.25,360,432	1.25,437,865	548,425	1.32	1.32
2001Q3	132,588	1.98,364,927	2.53,446,329	556,895	0.85	0.85
2001Q4	148,911	12.31,370,872	1.63,463,862	591,848	6.26	6.26
2002Q1	144,842	-2.73,366,320	-1.23,455,705	598,296	-0.76	-0.76
2002Q2	144,816	-0.02,366,143	-0.05,474,862	609,528	2.22	2.22
2002Q3	144,031	-0.54,360,396	-0.59,478,595	614,804	0.87	0.87
2002Q4	136,856	-4.88,380,443	2.64,471,783	602,246	-2.04	-2.04
2003Q1	136,383	1.12,392,187	0.45,482,059	615,031	1.99	1.99
2003Q2	136,715	0.96,396,373	1.83,482,574	624,540	1.78	1.78
2003Q3	136,876	0.03,410,010	2.96,500,900	636,614	0.83	0.83
1994Q8	136,415	-0.90,418,983	2.19,520,102	640,670	2.05	2.05
1994Q9	136,746	0.24,415,365	-0.84,517,220	651,590	-0.55	-0.55
1994Q10	136,814	0.77,427,312	2.84,527,487	667,116	2.38	2.38
1994Q11	146,971	4.40,438,727	2.88,535,474	676,360	1.84	1.84
1994Q12	154,619	5.86,458,008	3.63,590,728	739,298	10.32	10.32
1995Q1	138,873	-10.13,466,859	2.83,597,430	741,803	0.31	0.31
1995Q2	132,287	-4.78,470,931	0.87,685,898	733,082	-1.11	-1.11
1995Q3	124,206	-6.09,488,387	4.63,612,447	763,944	4.25	4.25

Fuente: INECI Banco de Datos Internos.

BIBLIOGRAFÍA

- Argandoña, A. "*La Teoría Monetaria Moderna*" Ariel. España, 1981.
- Avneyon, Eitan A. "*Dictionary of Finance*" MacMillan Publishing Company. 1988.
- Bach, G. L. et. al. "*Macroeconomics. Analysis, Decision Making and Policy*" Prentice-Hall. 1987.
- Ball, R. & Doyle, P. "*Inflación*" Tecnos. España, 1971.
- Banco de México. *Informe Anual 1990*.
-----, *Informe Anual 1991*.
-----, *Informe Anual 1992*.
-----, *Informe Anual 1993*.
-----, *Informe Anual 1994*.
-----, *Informe Anual 1995*.
-----, "*Objetivos e Instrumentos de la Política Monetaria*"
En: Boletín CEMLA Julio-Agosto 1991.
- Bangly, M. & Friedman, P. "*Macroeconomics, Financial Markets and the International Sector*" Richard D. Irwin. 1991.
- Bendesky, L. (Comp.) "*El Papel de la Banca Central en la Actualidad*" CEMLA y Banco de España. México, 1991.
- Bird, Graham. "*International Macroeconomics. Theory, Policy and Applications*" MacMillan. 1987
- Bird, Graham. "*World Finance and Adjustment. An Agenda for Reform*" St. Martin's Press New York. 1995.

- Bishop, Paul & Dixon, Don. "*Foreign Exchange Handbook*" Mc Graw-Hill. 1992.
- Blinder, Alan S. "*Macroeconomics Under Debate*" Harvester Wheatsheaf. 1989.
- Bober, Stanley. "*Modern Macroeconomics. A Post-keynesian Perspective*" Routledge. 1988
- Borja Martínez, F. "*El Nuevo Sistema Financiero Mexicano*" Fondo de Cultura Económica. México, 1992.
- Cagan, Phillip. "*Persistent Inflation*" Columbia University Press, New York. 1979.
- Cargill, Thomas F. "*Money, The Financial System, and Monetary Policy*" Prentice-Hall, Inc. 1991.
- David, J. H. "*La Política Monetaria*" Fondo de Cultura Económica. México, 1978.
- Eatwell, J. et. al. "*A Dictionary of Economics*" MacMillan Press Limited. 1987.
- Edwards, James R. "*Macroeconomics. Equilibrium and Disequilibrium Analysis*" MacMillan Publishing Company. 1991.
- Fischer, Douglas. "*Monetary and Fiscal Policy*" New York University Press. 1989.
- Friedman, Milton. "*El Marco Teórico de Milton Friedman*" Premia. México, 1969.
- Frisch, Helmut. "*Teoría de la Inflación*" Alianza. España, 1988.
- Froyen, R. T. "*Macroeconomía. Teorías y Políticas.*" Mc Graw-Hill. México, 1995.
- Fry, Maxwell. "*Dinero, Interés y Banca en el Desarrollo Económico*"

- Galbraith, J. K. "*El Dinero*" Orbis. España, 1983.
- Garuy, G. "*El Mecanismo de Redescuento como Instrumento de Política Monetaria*" CEMLA. México, 1969.
- Hall, R. & Taylor, J. "*Macroeconomics*" WW Norton & Company. 1991.
- Harris, Laurence. "*Teoría Monetaria*" Fondo de Cultura Económica. México, 1985.
- Hawtrey, R. G. "*The Art of Central Banking*" Augustus, New York. 1965.
- Kock, M. H. "*Banca Central*" Fondo de Cultura Económica. México. 1964.
- Laidler, D. "*Taking Money Seriously and Other Essays*" Philip Allan. 1990.
- Marin, Alan. "*Macroeconomic*" Routledge. 1992.
- Miller, L. & Pulsinelly, R. "*Moneda y Banca*" Mc Graw-Hill. Colombia, 1992.
- Mundell, R. "*Teoría Monetaria*" Amorrortu, Argentina. 1975.
- Ortiz Martínez, Guillermo. "*La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria. Una Visión de la Modernización de México*" Fondo de Cultura Económica, México, 1992.
- Samuelson, P. & Nordhaus, W. "*Economía*" Mc Graw-Hill México. 1993.
- Shaw, E. "*El Dinero, la Renta y la Política Monetaria*" Antoni Bosch. España, 1962.
- Stanford, J. "*El Dinero, la Banca y la Actividad Económica*" Limusa. México, 1982.
- Timberlake, Richard H. Jr. "*Money, Banking and Central Banking*" Harper & Row Publishers. 1965.

Toma, E.F. & Toma, M. "*Central Bankers, Bureaucratic Incentives and Monetary Policy*" Kluner Academic. 1986.

Yeager, L. "*Relaciones Monetarias Internacionales*" Tomo I. Alianza Universidad. España. 1984.

Leyes, Artículos de Revistas y Periódicos:

Ley del Banco de México. 1992.

"*Die Entscheidung: Die Europäische Zentralbank kommt nach Frankfurt*"
En: Zeitschrift Deutschland Nr.3 12/93 pp.14-17.

"*El cerebro del Eurobanco: Alexandre Lamfalussy*" En: Zeitschrift
Deutschland Núm. 4 Agosto de 1994 pp. 26- 29.

"*Banco de México: Autonomía sin Resultados*" En periódico: El
Financiero, 18 de Febrero de 1995 p.52.